

**特色消费行业**

# 乳业，黄金时代！

## ——乳业深度报告（暨秋季策略）

✍️ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
 ☎️ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002  
 ✉️ : [denghui@stocke.com.cn](mailto:denghui@stocke.com.cn)

**投资要点**
**□ 报告导读**

**今天，乳业产业链，正处在，黄金时代！**

**常温奶已经深深根植全国，奶粉正迎来全面国货崛起，低温奶增长如火如荼，奶酪空间看不到尽头！**

因此，通过本篇报告，我们希望带大家纵览乳业产业链，盘点乳业最新机遇。

**□ 从乳业核心板块的长期机遇来看：天高任鸟飞，总有一款适合你！**

1) 常温白奶和酸奶板块，是投资确定性最高的板块，每一轮原奶价格波动、每一轮外部冲击，都是利好龙头的变化，都是集中度提升、高端化、提价的驱动力。截至2020年，两强常温市占率达到约66%，在每一轮波动中市占率稳步提升，同时伊利/蒙牛两强竞争格局改善，高端化正在进行，利润率水平正在提升。

2) 奶粉板块，是集中度提升最快的板块，市场空间能够维持中低个位数增长，且国货崛起大势已成，内资前三实现市占率翻倍、甚至2倍都不困难。龙一中国飞鹤20年市占率仅14.5%，CR3仅36.9%，对标欧美龙头CR3的75%左右，提升空间巨大，同时内资奶粉顺应国货崛起大势，集中度提升速度最快，中国飞鹤18-20年收入/调整后业绩的年复合增速达到34%/65%。

3) 低温鲜奶板块，是最符合当前新鲜潮流的板块，也是容易出隐形冠军的板块，更新鲜、更好喝、更营养，是她的标签，成长迅猛。同时，低温鲜奶相对常温奶，具有独特的供应链壁垒，正在孕育新乳业、光明等隐形冠军，正在实现围棋式增长，未来增长中枢上升到20%。

4) 奶酪板块，是想象空间最大的板块，符合从喝牛奶向吃牛奶升级的大势，也是乳制品更高层次融入居民生活的契机，对标日韩和欧美，增长空间最广阔。对标日韩人均年消费量2.72/3.32kg，我国还有近10倍增长空间，重视妙可蓝多。

5) 原奶板块，是乳业成长的基础，集中度提升空间巨大，本质上仍属于成长股，销量端成长性显著，价格端的周期性正在减弱。当前，CR3集中度仅12.0%，相对下游乳品来讲，集中度提升空间巨大。同时，原奶上涨预期持续到明年、之后高位运行，优然牧业、现代牧业正处在量价齐升阶段。

**□ 从中短期催化来看：乳业怎么会缺催化？**

1) 今年Q3，有望动销催化：乳品企业同期基数回归正常，疫后动销旺盛、原奶紧缺，有望迎来乳业动销旺盛催化。

2) 今年Q4，有望提价催化：原奶价上涨预期环比边际延长，叠加原奶紧缺，乳品提价催化的概率正在上升。

3) 今明两年，有望利润率催化：两强乃至乳业竞争格局改善、高端化结构升级，有望迎来龙头利润率水平升级催化。

4) 明年后，继续业绩催化：原奶产能有望逐步打破瓶颈，直接带来乳业销量加速增长，叠加乳业竞争格局改善、高端化结构升级，催化乳品业绩。

**□ 投资建议**

乳业产业链，正处在黄金时代！向上，正迎来消费升级，向下，正在更深层次融入居民生活，未来前景广阔，值得期待。而当前时点，我们认为，“乳品成长股”正处在“超跌黄金坑”，推荐中国飞鹤、伊利股份、新乳业、妙可蓝多，建议重点关注蒙牛乳业、澳优、光明乳业、品渥食品、李子园、优然牧业、现代牧业、中国圣牧。

**□ 风险提示**

食品安全风险，政策调整风险，市场波动风险

**细分行业评级**

乳业 看好

**相关报告**

- 1.《伊利股份深度报告：乳业航母，问鼎全球》2021.06.04
- 2.《新乳业深度报告：极致新鲜，大有可为》2021.05.28
- 3.《食品行业2021年度策略：新鲜时代，未来已来！》2020.12.15
- 4.《中国飞鹤深度报告：突破重围，问鼎奶粉行业》2020.11.27
- 5.《妙可蓝多深度报告：国产奶酪先行者，紧紧抓住成长窗口》2020.08.14

报告撰写人：马莉、邓晖

联系人：马莉、邓晖、杨骥

## 正文目录

<b>1. 乳业产业链：黄金时代！</b>	<b>5</b>
1.1. 乳业产业链：纵向贯通原奶、乳制品行业	5
1.2. 回顾乳业历史：从慢到快--破而后立--高质成长	7
1.3. 乳品空间 6000 亿，原奶空间 1400 亿	8
<b>2. 核心板块长期机遇：天高任鸟飞，总有一款适合你！</b>	<b>10</b>
2.1. 常温白奶和酸奶，投资确定性最高	10
2.2. 奶粉，集中度提升最快	13
2.3. 低温鲜奶，最符合新鲜潮流	19
2.4. 奶酪，想象空间最大	21
2.5. 原奶，乳业基石	23
<b>3. 中短期催化：乳业怎么会缺催化？</b>	<b>28</b>
<b>4. 对标国际乳业巨头：中国乳业，走向专业？走向综合？</b>	<b>30</b>
<b>5. 投资建议</b>	<b>33</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>33</b>

## 图表目录

图 1: 乳业产业链商业模式	5
图 2: 上游原奶行业商业模式	6
图 3: 乳业产业链行情指数	6
图 4: 生鲜乳产量走势	7
图 5: 乳品企业数量趋势及盈利比例	8
图 6: 乳品（不含奶粉）市场空间及近 10 年增速	8
图 7: 乳品市场空间及近 10 年增速	8
图 8: 乳业产业链市场空间（2020，亿元）	9
图 9: 常温白奶市场空间及近 10 年增速	10
图 10: 酸奶市场空间及近 10 年增速	10
图 11: 2020 年常温白奶市场格局（%）	10
图 12: 2020 年酸奶市场格局（%）	10
图 13: 白奶价格走势	11
图 14: 白奶销量走势	11
图 15: 酸奶价格走势	11
图 16: 酸奶销量走势	11
图 17: 奶粉市场空间及近 10 年增速	13
图 18: 2020 年奶粉市场格局（%）	14
图 19: 内资婴配粉价格走势	14
图 20: 内资婴配粉销量走势	14
图 21: 外资婴配粉价格走势	15
图 22: 外资婴配粉销量走势	15
图 23: 成人粉价格走势	15
图 24: 成人粉销量走势	15
图 25: 大包粉进口价格走势	15
图 26: 大包粉进口量走势	16
图 27: 低温鲜奶市场空间及近 10 年增速	19
图 28: 2020 年低温鲜奶市场格局（%）	20
图 29: 低温鲜奶价格走势	20
图 30: 低温鲜奶销量走势	20
图 31: 奶酪市场空间及近 10 年增速	22
图 32: 2020 年奶酪市场格局（%）	22
图 33: 奶酪价格走势	23
图 34: 奶酪销量走势	23
图 35: 原奶市场空间及近 10 年增速	24
图 36: 2020 年原奶市场格局（%）	24
图 37: 生鲜乳价格走势	25
图 38: 生鲜乳产量走势	25
图 39: 中国奶牛存栏量及单产趋势	26

图 40: 疫情前后乳制品产量同比增速 (2019-2021, %)	29
图 41: 原奶价格对比伊利/蒙牛毛利率 (2008 至今)	29
图 42: 原奶价格对比伊利/蒙牛净利率 (2008 至今)	29
图 43: 原奶价格对比优然牧业毛利率和净利率	29
图 44: 原奶价格对比现代牧业毛利率和净利率	29
图 45: 雀巢 (Nestle) 收入结构 (2020, %)	30
图 46: 兰特黎斯 (Lactalis) 收入结构 (2020, %)	30
图 47: 达能 (Danone) 收入结构 (2020, %)	30
图 48: 恒天然 (Fonterra) 毛利结构 (2020, %)	30
表 1: 伊利发展趋势指标表 (亿元, %)	11
表 2: 蒙牛发展趋势指标表 (亿元, %)	12
表 3: 飞鹤发展趋势指标表 (亿元, %)	16
表 4: 雀巢发展趋势指标表 (亿美元, %)	16
表 5: 澳优发展趋势指标表 (亿元, %)	17
表 6: 海外奶粉的补贴、价格、零售相关政策	18
表 7: 海外生育补贴相关政策	18
表 8: 中国与日韩新生儿人均奶粉消费量 (2015 年)	19
表 9: 新乳业发展趋势指标表 (亿元, %)	20
表 10: 光明乳业发展趋势指标表 (亿元, %)	21
表 11: 妙可蓝多发展趋势指标表 (亿元, %)	23
表 12: 优然牧业发展趋势指标表 (亿元, %)	26
表 13: 现代牧业发展趋势指标表 (亿元, %)	26
表 14: 伊利与蒙牛的历次提价盘点 (近 10 年)	28
表 15: 雀巢发展趋势指标表 (亿美元, %)	31
表 16: 达能发展趋势指标表 (亿美元, %)	31
表 17: 恒天然发展趋势指标表 (亿美元, %)	31
表 18: 乳业重点公司盈利预测及估值 (截至 2021 年 8 月 17 日)	33

## 1. 乳业产业链：黄金时代！

今天，乳业产业链，正处在，黄金时代！

常温奶已经深深根植全国，奶粉正迎来全面国货崛起，低温奶增长如火如荼，奶酪空间看不到尽头！

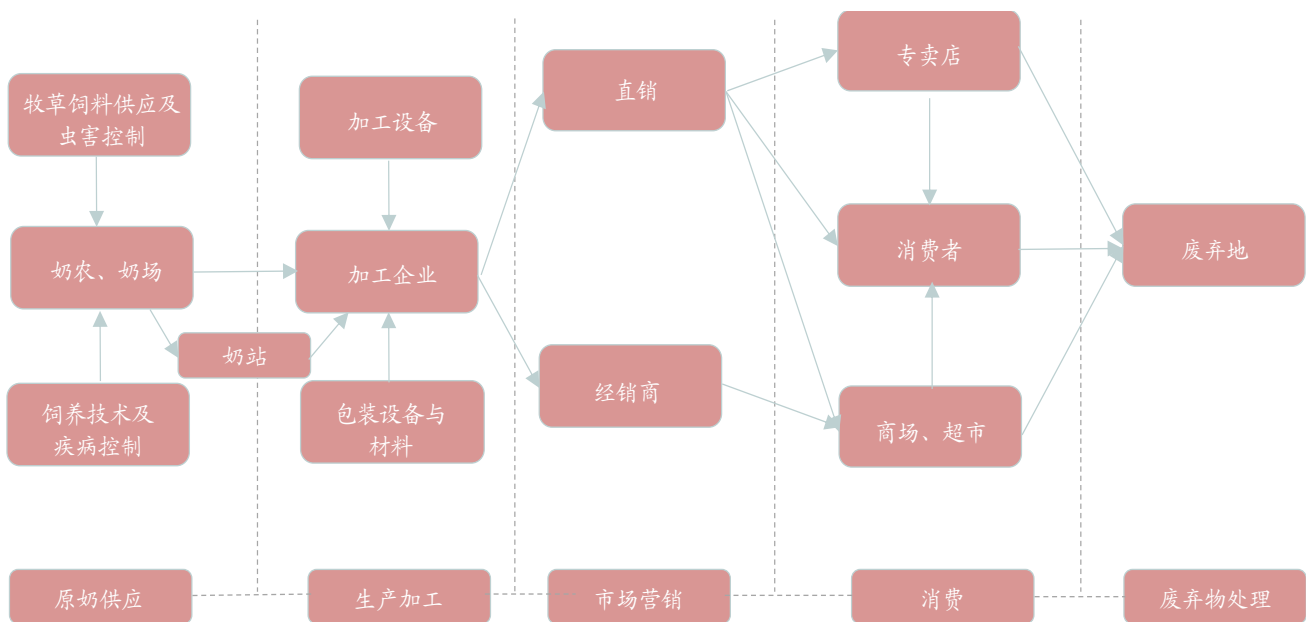
因此，通过本篇报告，我们希望带大家纵览乳业产业链，盘点乳业最新机遇。

### 1.1. 乳业产业链：纵向贯通原奶、乳制品行业

乳业产业链，包括上游原奶行业、下游乳制品行业，上游原奶行业通过畜牧养殖，生产原奶（生鲜乳），下游乳制品行业通过工厂加工原奶，生产乳制品（白奶、酸奶、奶粉、奶酪、乳饮料等）。

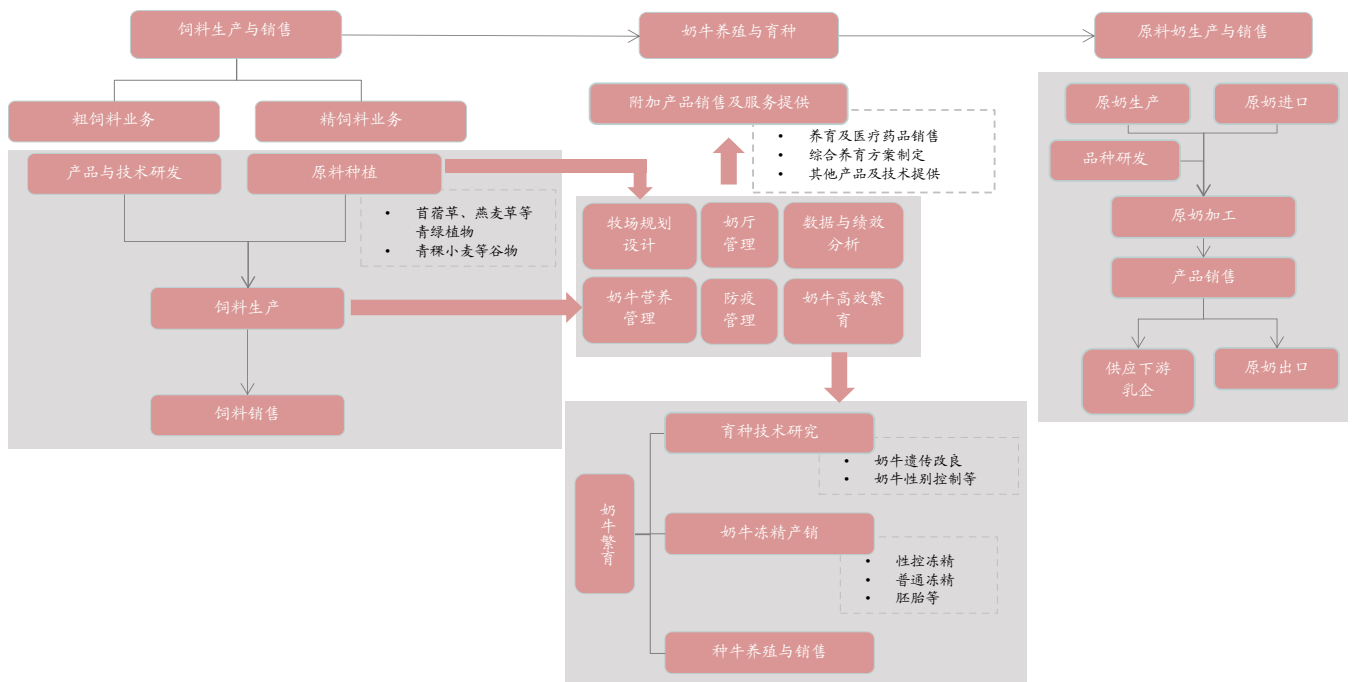
- 上游原奶行业是乳制品行业的核心原料来源，原奶供给与价格走势对下游乳制品行业的成本影响重大。
- 下游乳制品行业中，常温白奶、酸奶板块已形成伊利和蒙牛的两强格局，奶粉板块 2020 年飞鹤超越外资雀巢、登顶奶粉龙一，低温鲜奶板块具有独特短保壁垒，奶酪板块正在高速成长期、空间看不到尽头。
- 乳业关键驱动因素方面，建议重视：原奶价格、原奶产能、乳制品价格、乳制品动销、龙头集中度提升、乳制品渗透率提升、奶粉/低温/奶酪等新兴板块的渗透率和集中度提升。

图 1：乳业产业链商业模式



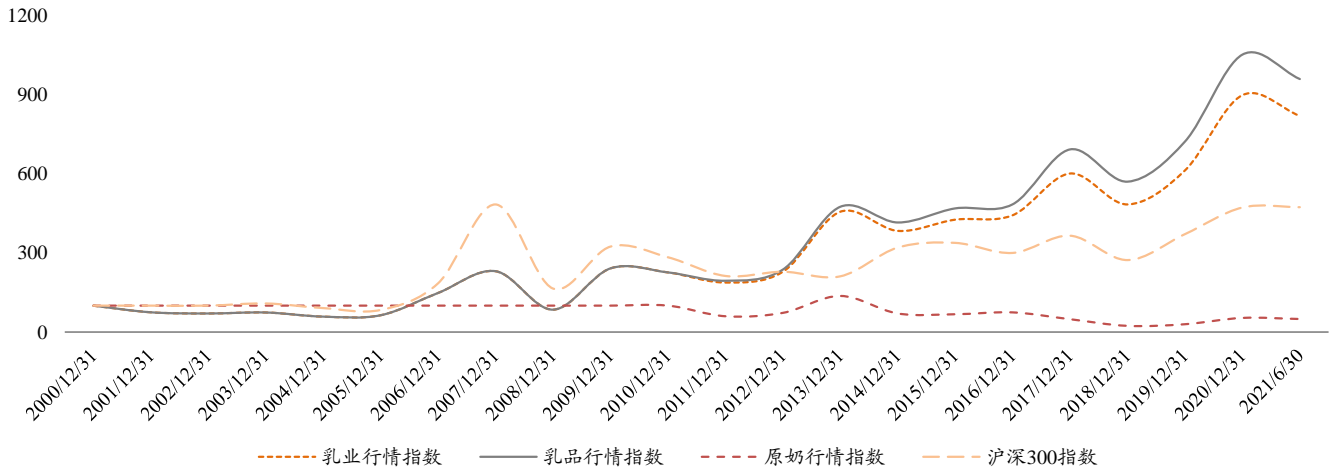
资料来源：公开资料，浙商证券研究所整理

图 2：上游原奶行业商业模式



资料来源：优然牧业官网和招股说明书，现代牧业公告，公开资料，浙商证券研究所整理

图 3：乳业产业链行情指数



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

注 1：乳业包含乳品行业、原奶行业。

注 2：我们编制了乳业/乳品/原奶行情指数，样本为 A+H 股的所有乳业公司，以帮助投资者更好地观察乳业细分市场情况。

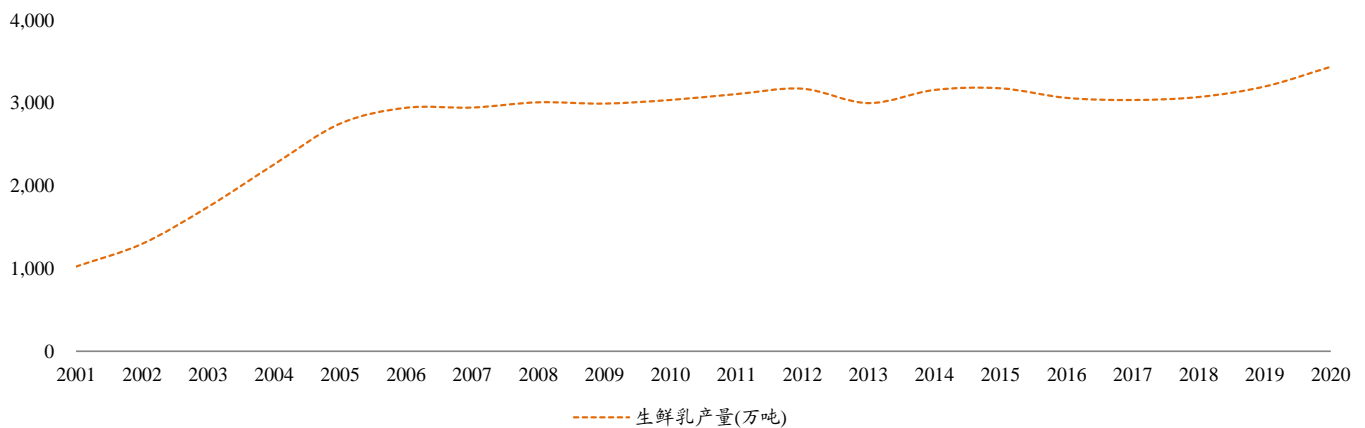
注 3：图中，我们将沪深 300 指数的基期起点适当调整折算，调整到其他指数起点一致，从 100 点开始。

## 1.2. 回顾乳业历史：从慢到快--破而后立--高质成长

### 回顾中国乳业产业链历史：从慢到快--破而后立--高质成长

- 1) 1949-1978 年，计划经济时代：全国奶类总产量仅 21.7 万吨，人均奶类占有量 0.4 千克，直到 1978 年都需要凭票供应。
- 2) 1978-2008 年，改革开放时代：1978 年改革开放后，乳业市场化，开始起飞；1993 年，伊利股份成立，1997 年，伊利率先引进“利乐公司”的“利乐无菌包装设备（UHT 技术）”，开启乳品常温时代；1999 年，蒙牛乳业成立；到 2007 年，全国原奶产量达到 2947 万吨，人均原奶占有量 22.3 千克。
- 3) 2008-2018 年，破而后立阶段：2008 年，三聚氰胺事件，使中国乳业瞬间遭受重挫，跌入谷底后，开始卧薪尝胆，行业全面开始“以质量安全为基础”的出清，乳品企业数量由 2008 年的 815 家下降到 2018 年的 587 家，“质量安全”成为乳业共识的根本生命线；到 2018 年，十年间，乳业安全信心逐步得到重建，国务院、卫计委颁布一系列法律、法规、标准，对质量安全的管控上升到全新的高度，全国年产原奶量达到 3075 万吨，年乳品消费量（折合生鲜乳）4820.6 万吨，人均乳制品消费量（折合生鲜乳）34.3 千克。
- 4) 2018 年至今，高质成长阶段：乳业迈上新台阶，2020 年，伊利登上全球乳业第五，内资飞鹤超越外资雀巢、登顶国内奶粉龙一，全国年产原奶量达到 3440 万吨。

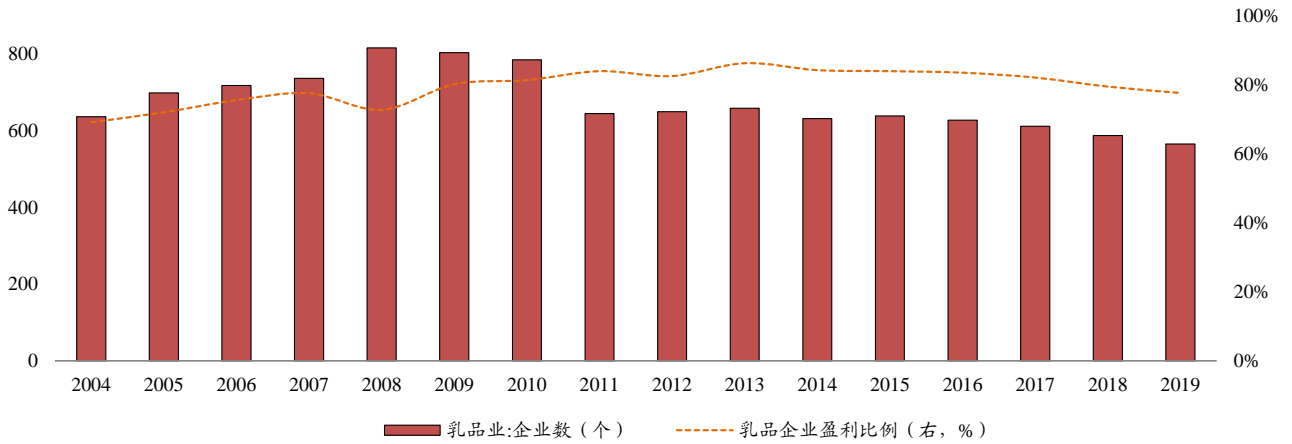
图 4：生鲜乳产量走势



资料来源：国家统计局，Wind，浙商证券研究所整理



图 5: 乳品企业数量趋势及盈利比例



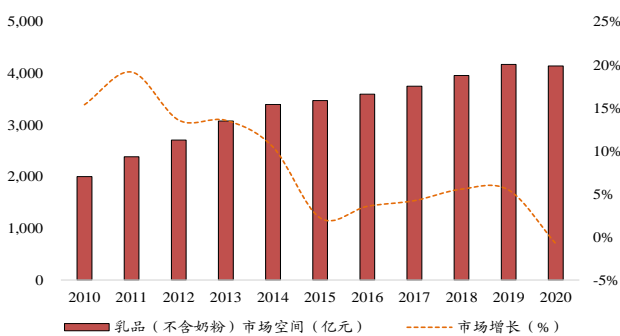
资料来源: 中国奶业年鉴, Wind, 浙商证券研究所整理

### 1.3. 乳品空间 6000 亿, 原奶空间 1400 亿

中长期来看, 乳业产业链, 从过去总量快速增长阶段, 进入了总量稳健增长阶段和集中度提升阶段。

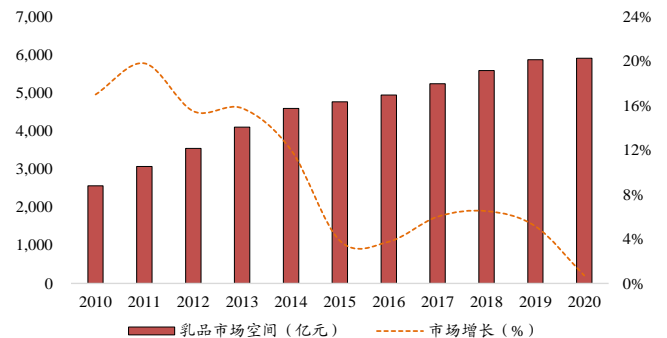
- 1) 目前, 总量方面, 从乳业产业链空间来看, 2020 年乳品市场空间 5909.8 亿元, 原奶市场空间 1382.9 亿元。
- 2) 乳品细分板块空间来看, 2020 年常温白奶空间 941.1 亿元, 酸奶空间 1507.0 亿元, 奶粉空间 1763.5 亿元, 低温鲜奶空间 360.9 亿元, 奶酪空间 88.4 亿元。
- 3) 乳业空间广阔: 看起来目前我国乳业体量已经不小, 然而, 在这个体量下, 我国人均年乳品消费量 (折合原奶) 仅 35.8kg (2019), 远低于日韩的 95.4kg、更低于欧美的 296.2kg, 还有 166.5%-727.4% 的大量提升空间, 前景广阔。
- 4) 集中度方面, 常温白奶、酸奶稳健提升, 奶粉、低温鲜奶、奶酪、原奶还有大量提升空间。
- 5) 从乳业产业链增长水平来看, 乳品整体 (不含奶粉) 近 5 年 CAGR 为 3.6%, 常温白奶/酸奶近 5 年 CAGR 为 2.6%/12.4%, 奶粉近 5 年 CAGR 为 6.5%, 低温鲜奶/奶酪近 5 年 CAGR 为 9.0%/20.6%, 原奶近 5 年 CAGR 为 3.8%。

图 6: 乳品 (不含奶粉) 市场空间及近 10 年增速



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

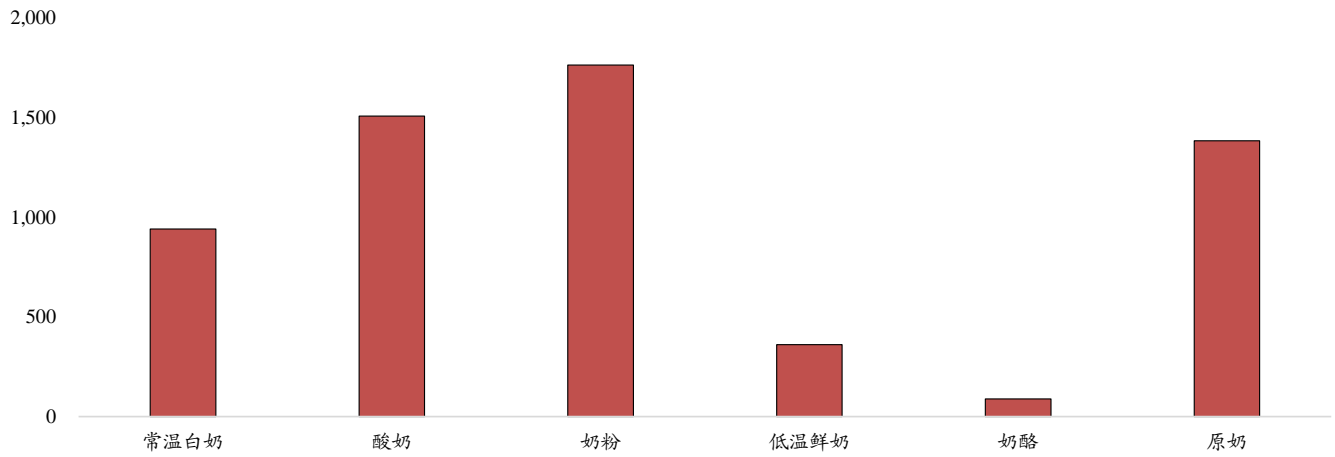
图 7: 乳品市场空间及近 10 年增速



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理



图 8: 乳业产业链市场空间（2020, 亿元）



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

## 2. 核心板块长期机遇：天高任鸟飞，总有一款适合你！

### 2.1. 常温白奶和酸奶，投资确定性最高

常温白奶和酸奶板块，是投资确定性最高的板块：每一轮原奶价格波动、每一轮外部冲击，都是利好龙头的变化，都是集中度提升、高端化、提价的驱动力。截至 2020 年，两强常温市占率达到约 66%，在每一轮波动中市占率稳步提升，同时伊利/蒙牛两强竞争格局改善，高端化正在进行，利润率水平正在提升。

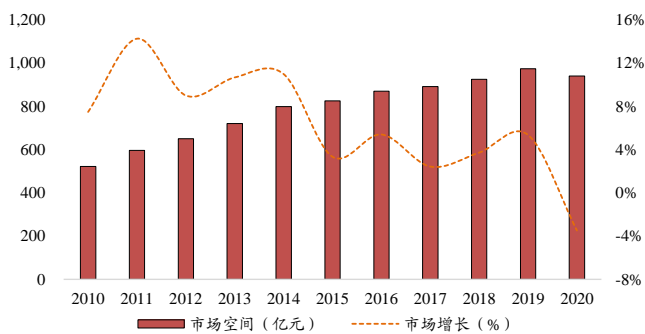
格局：伊利、蒙牛两强闪耀。

常温白奶/酸奶市场空间 941/1507 亿元，近 5 年 CAGR 为 2.6%/12.4%。

1) 常温白奶行业两强“伊利股份/蒙牛乳业”2020 年市占率约为 43.8%/37.5%，CR3 集中度约为 85.7%，集中度最高，其中高端白奶快速增长，带来结构性机遇。

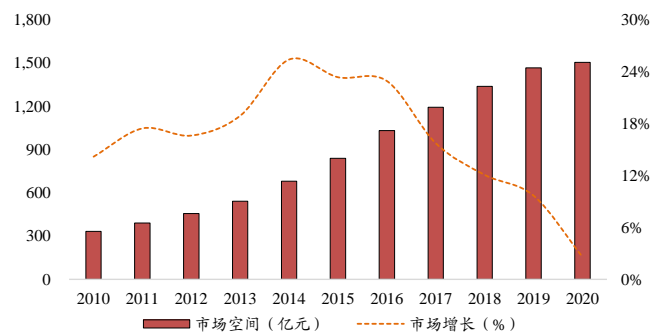
2) 酸奶行业两强“伊利股份/蒙牛乳业”市占率为 28.8%/24.5%，CR3 集中度为 61.1%，集中度第二，稳健增长。

图 9：常温白奶市场空间及近 10 年增速



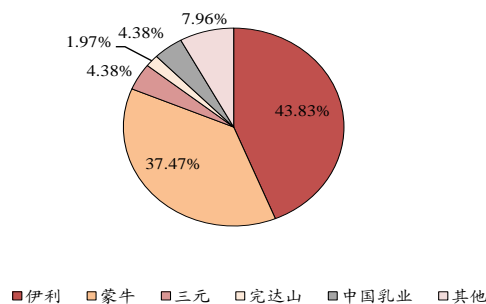
资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图 10：酸奶市场空间及近 10 年增速



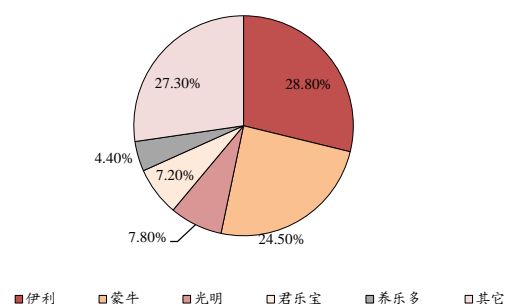
资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图 11：2020 年常温白奶市场格局 (%)



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图 12：2020 年酸奶市场格局 (%)



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

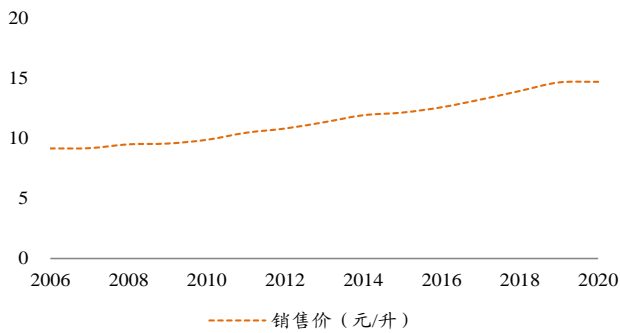
量价：白奶高端化，酸奶量增为主。

1) 白奶：2020 年白奶销量 886.1 万吨，近 5 年 CAGR 0.28%；白奶价格 14.7 元/公斤，近 5 年 CAGR 3.9%，主要是白奶高端化升级和原奶驱动提价。近 15 年来，白奶价格增长坚挺，不受行业格局变化影响。

2) 酸奶: 2020 年酸奶销量 1041.5 万吨, 近 5 年 CAGR 9.5%; 酸奶价格 14.5 元/公斤, 近 5 年 CAGR 2.6%; 酸奶整体量增为主, 价增为辅。

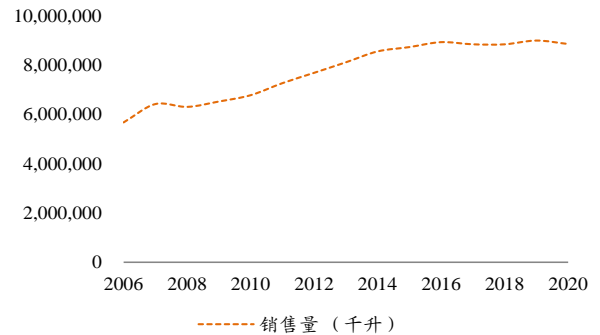
(注: 白奶和酸奶销量按 1 升 ≈ 1 公斤估算。)

图 13: 白奶价格走势



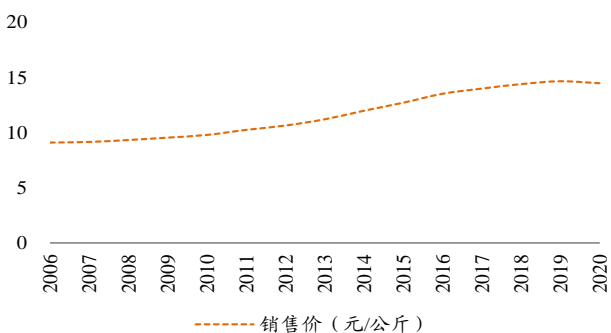
资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

图 14: 白奶销量走势



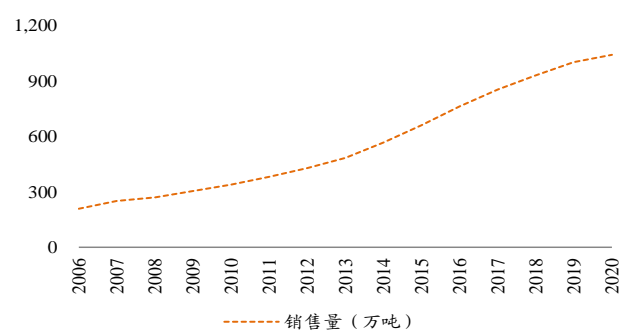
资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

图 15: 酸奶价格走势



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

图 16: 酸奶销量走势



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

### 龙头: 伊利盈利水平提升, 蒙牛发力奶酪与低温。

1) 伊利: 公司是中国乳业龙一, 93 年成立, 96 年上市, 现任董事长潘刚先生掌舵近 20 年, 2020 年进入全球乳业五强, 成功建立深度分销体系, 利润率水平正在提升, 持续跑赢液态奶行业增速。在 1996-2007 年, 是高速成长期, 估值区间为 14-102 倍, 在 2010-2020 年, 是稳健成长期, 估值区间为 14-55 倍。目前, 公司 21 年估值水平约 24 倍, 约处于 2010-2020 年估值区间的 24% 分位。

2) 蒙牛: 公司是中国乳业龙头, 99 年成立, 04 年上市, 现任董事长卢敏放先生掌舵, 夯实常温体系, 大力发展奶酪及低温板块, 持续跑赢液态奶行业增速。在 2004-2016 年, 是高速成长期, 估值区间为 8-63 倍, 在 2016-2020 年, 是稳健成长期, 估值区间为 12-52 倍。目前, 公司 21 年估值水平约 27 倍, 约处于 2016-2020 年估值区间的 38% 分位。

表 1: 伊利发展趋势指标表 (亿元, %)

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE (摊薄)	当年最高 PE	当年最低 PE
2020	2,699	71	7.24%	2.08%	36%	7.35%	23%	40	24
2019	1,886	69	14%	7.67%	37%	7.72%	27%	32	22
2018	1,391	64	17%	7.31%	38%	8.17%	23%	35	21
2017	1,957	60	12%	5.99%	37%	8.89%	24%	33	18

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE（摊薄）	当年最高 PE	当年最低 PE
2016	1,067	57	0.75%	22%	38%	9.40%	25%	24	18
2015	996	46	11%	12%	36%	7.78%	23%	31	19
2014	877	41	13%	30%	33%	7.72%	22%	28	16
2013	798	32	14%	86%	29%	6.70%	20%	43	20
2012	351	17	12%	-5.09%	30%	4.13%	23%	23	14
2011	327	18	26%	133%	29%	4.89%	30%	47	19
2010	306	7.77	22%	20%	30%	2.68%	18%	55	33
2009	212	6.48	12%	138%	35%	2.74%	19%	-	-
2008	64	-17	12%	-8092%	27%	-8.02%	-61%	59	40
2007	195	-0.21	17%	-106%	26%	-0.02%	-0.49%	53	35
2006	137	3.25	36%	11%	27%	2.27%	13%	41	18
2005	58	2.93	39%	23%	29%	2.78%	13%	23	14
2004	36	2.39	39%	20%	30%	3.03%	12%	29	15
2003	46	2.00	57%	41%	32%	3.94%	10%	35	21
2002	35	1.42	48%	19%	33%	4.02%	8.15%	30	20
2001	29	1.20	70%	34%	29%	4.55%	14%	44	25
2000	38	0.98	31%	10%	28%	6.89%	13%	45	32
1999	29	0.89	12%	16%	28%	8.10%	12%	78	31
1998	25	0.77	20%	17%	27%	7.40%	11%	63	29
1997	30	0.66	140%	97%	20%	7.54%	16%	102	39
1996	14	0.33	70%	107%	23%	9.41%	20%	91	24

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

注：PE 剔除负数。

**表 2：蒙牛发展趋势指标表（亿元，%）**

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE（摊薄）	当年最高 PE	当年最低 PE
2020	1,555	35	-3.79%	-14%	38%	4.59%	11%	52	22
2019	1,110	41	15%	35%	38%	5.43%	14%	37	28
2018	840	30	15%	49%	37%	4.63%	12%	48	29
2017	763	20	12%	373%	35%	3.37%	9.06%	25	22
2016	524	-7.51	10%	-132%	33%	-1.50%	-3.60%	26	12
2015	416	24	-2.04%	0.70%	31%	5.13%	11%	30	14
2014	494	24	15%	44%	31%	5.36%	11%	44	22
2013	531	16	20%	25%	27%	4.29%	11%	40	21
2012	315	13	-3.50%	-21%	25%	3.99%	10%	24	18
2011	260	16	24%	28%	26%	4.77%	14%	34	19
2010	305	12	18%	11%	26%	4.47%	13%	36	28
2009	424	11	7.73%	218%	27%	4.74%	13%	17	12
2008	139	-9.49	12%	-201%	20%	-3.87%	-21%	48	8.01
2007	382	9.36	31%	29%	23%	5.20%	18%	63	41
2006	281	7.27	50%	59%	23%	5.33%	24%	53	25

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE（摊薄）	当年最高 PE	当年最低 PE
2005	94	4.57	50%	43%	22%	5.13%	20%	27	18
2004	65	3.19	77%	94%	22%	5.44%	16%	35	20

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

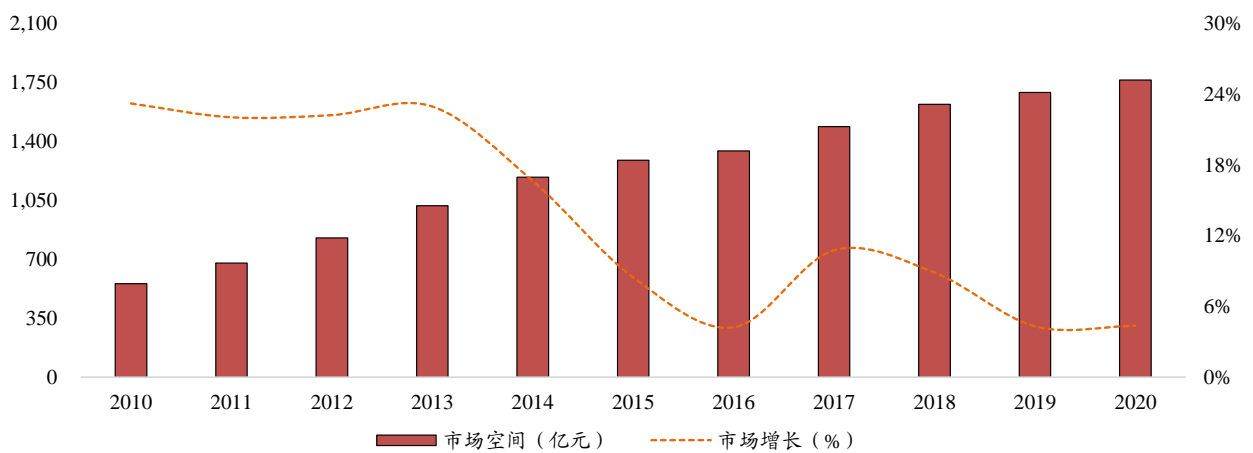
## 2.2. 奶粉，集中度提升最快

**奶粉板块，是集中度提升最快的板块：**市场空间能够维持中低个位数增长，且国货崛起大势已成，内资前三实现市占率翻倍、甚至2倍都不困难。龙一中国飞鹤20年市占率仅14.5%，CR3仅36.9%，对标欧美龙头CR3的75%左右，提升空间巨大，同时内资奶粉顺应国货崛起大势，集中度提升速度最快，中国飞鹤18-20年收入/调整后业绩的年复合增速达到34%/65%。

**格局：奶粉市场空间大，集中度提升空间更大。**

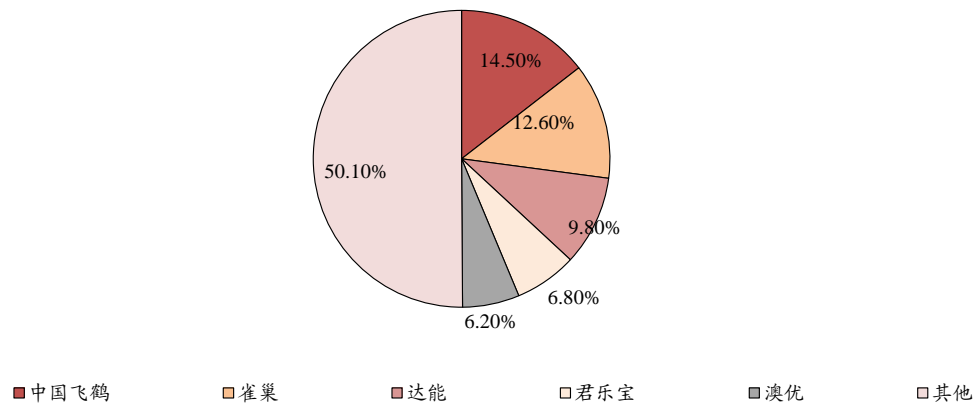
婴配粉市场空间1764亿元，近5年CAGR为6.5%。奶粉行业三强“中国飞鹤/雀巢/达能”市占率为14.5%/12.6%/9.8%，CR3集中度为36.9%，集中度提升空间巨大，且提升速度惊人。

图 17：奶粉市场空间及近 10 年增速



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图 18: 2020 年奶粉市场格局 (%)

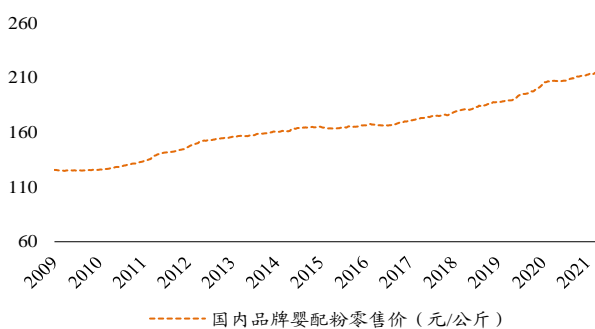


资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

**量价: 内资崛起, 量价齐升。**

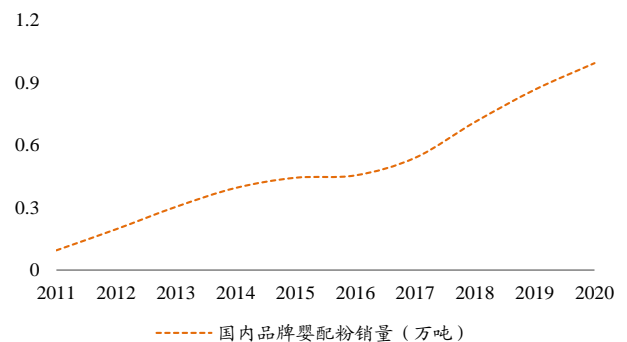
- 1) 2020 年, 内资婴配粉销量 0.99 万吨, 同比增长 14.8%, 近 5 年 CAGR 17.5%; 内资婴配粉价格 204.5 元/公斤, 同比增长 6.7%, 近 5 年 CAGR 4.5%。
  - 2) 外资婴配粉销量 0.85 万吨, 同比增长 2.7%, 近 5 年 CAGR 10.8%; 外资婴配粉价格 250.6 元/公斤, 同比增长 3.8%, 近 5 年 CAGR 3.6%。
  - 3) 成人粉销量 31.6 万吨, 近 5 年 CAGR 0.3%; 成人粉价格 64.2 元/公斤, 近 5 年 CAGR 4.9%。
  - 4) 大包粉进口量 97.9 万吨, 近 5 年 CAGR 16.6%; 大包粉进口价格 23.3 元/公斤, 近 5 年 CAGR 4.3%。
- (注: 大包粉进口价按 2020 年度平均汇率测算: 1 美元 ≈ 6.9 元人民币。)

图 19: 内资婴配粉价格走势



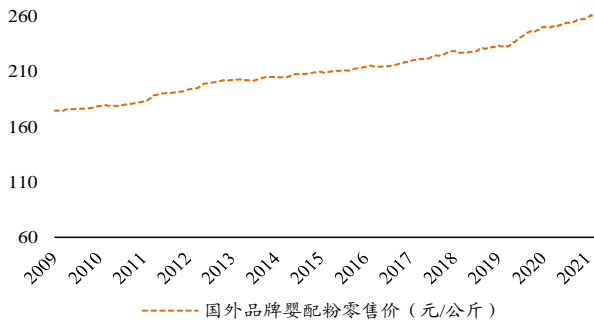
资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 20: 内资婴配粉销量走势



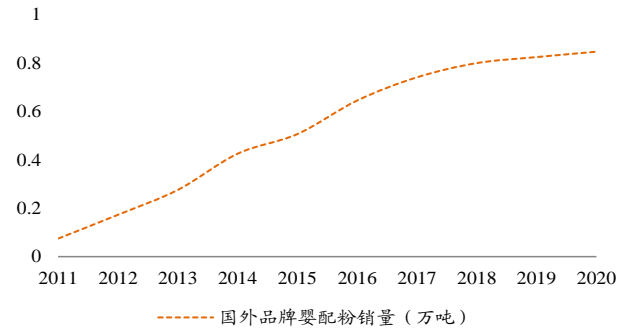
资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

图 21: 外资婴配粉价格走势



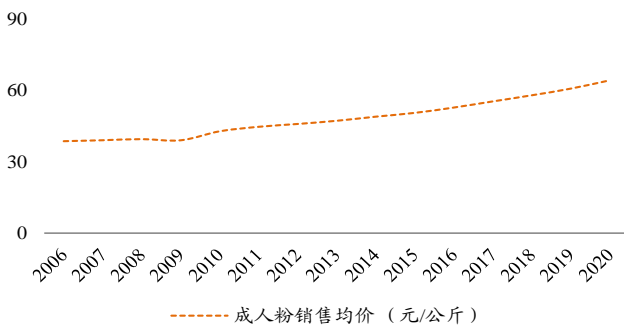
资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 22: 外资婴配粉销量走势



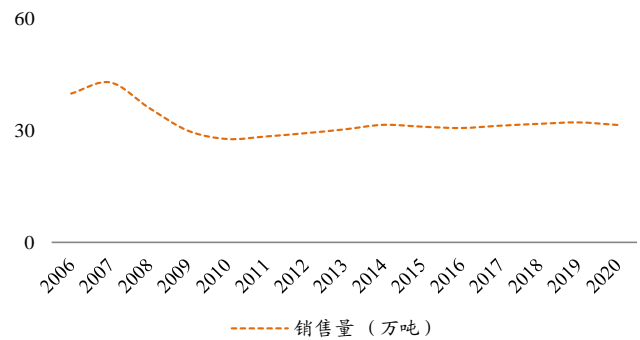
资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

图 23: 成人粉价格走势



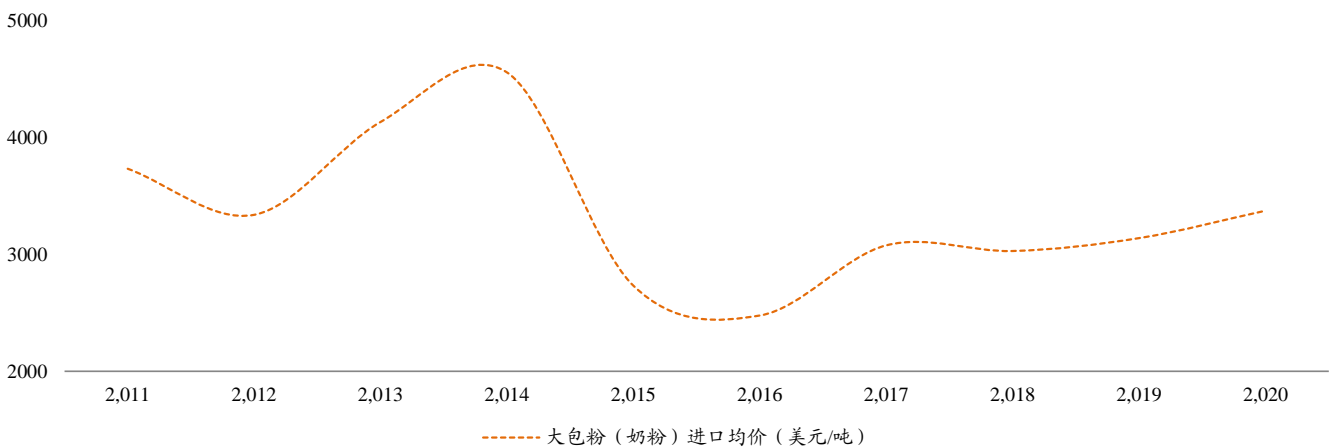
资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

图 24: 成人粉销量走势



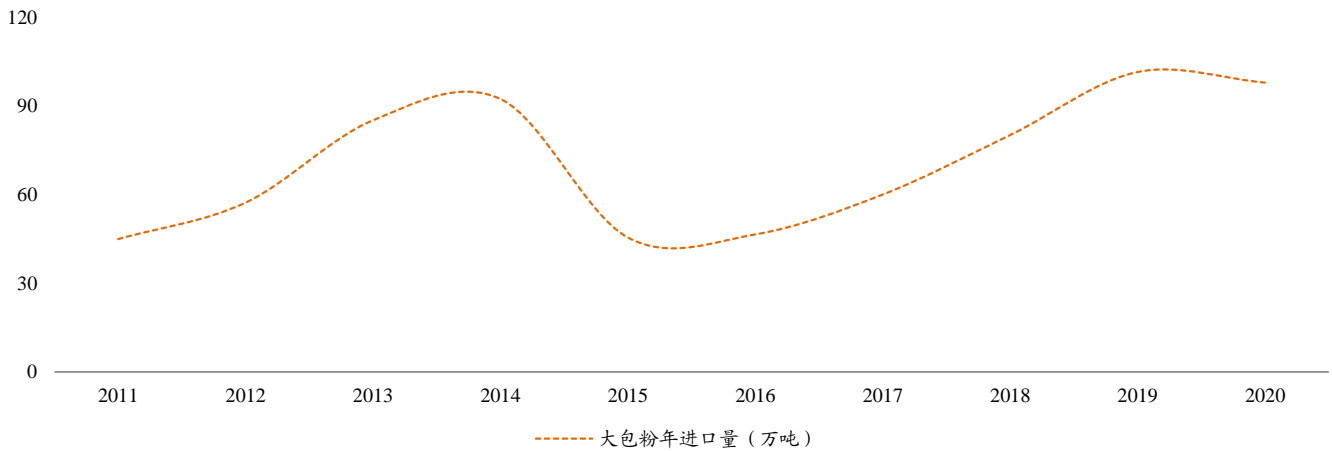
资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

图 25: 大包粉进口价格走势



资料来源: 奶业经济观察, 浙商证券研究所整理



**图 26: 大包粉进口量走势**


资料来源：奶业经济观察，浙商证券研究所整理

### 龙头：中国飞鹤顺应内资崛起大势，成为国内奶粉龙一。

1) **中国飞鹤**：公司是中国奶粉龙一，01 年成立，19 年上市，董事长冷友斌先生掌舵 20 年，顺应奶粉行业内资崛起大势，抓住了渠道下沉、渠道变革、信息化杠杆、奶粉配方注册制、疫情化危为机的机遇，2020 年成为中国奶粉龙一，持续大幅跑赢奶粉行业增速。在 2019-2020 年，是公司上市的前两年，估值区间为 17-36 倍。目前，公司 21 年估值水平约 15 倍，约处于 2019-2020 年估值区间的-11%分位。

2) **雀巢**：公司是全球乳业龙头，1867 年成立，Mark Schneider 掌舵。在 2003-2014 年，是低速成长期，估值区间为 12-26 倍，在 2015-2020 年，是业绩稳定期，估值区间为 19-37 倍。目前，公司 21 年 6 月 30 日的 TTM 估值水平约 26 倍，约处于 2015-2020 年估值区间的 39%分位。

**表 3: 飞鹤发展趋势指标表 (亿元, %)**

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE (摊薄)	当年最高 PE	当年最低 PE
2020	1,365	74	35%	89%	73%	40%	42%	36	24
2019	732	39	32%	75%	70%	29%	30%	25	17
2018	-	22	77%	93%	68%	22%	39%	-	-
2017	-	12	58%	178%	64%	20%	32%	-	-
2016	-	4.17	3.01%	1.24%	55%	11%	18%	-	-
2015	-	4.12	0.90%	-15%	55%	11%	21%	-	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

**表 4: 雀巢发展趋势指标表 (亿美元, %)**

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE	当年最高 PE	当年最低 PE
2020	3317	130	-3.38%	2.79%	49%	14%	25%	26	19
2019	3123	127	-0.37%	22%	50%	14%	23%	34	24
2018	2415	104	2.68%	43%	50%	11%	17%	37	32
2017	2632	73	0.20%	-16%	49%	8%	11%	36	26
2016	2225	87	-1.55%	-8.09%	51%	10%	13%	28	23

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE	当年最高 PE	当年最低 PE
2015	2300	94	-7.82%	-40%	50%	10%	14%	17	14
2014	2326	158	0.76%	46%	48%	16%	22%	23	20
2013	2344	108	3.92%	-0.94%	48%	11%	16%	22	18
2012	2078	109	1.17%	1.59%	47%	11%	17%	21	18
2011	1825	107	12%	-67%	47%	11%	16%	21	17
2010	1909	329	-8.86%	242%	49%	39%	62%	22	19
2009	1684	96	-2.70%	-42%	57%	10%	21%	26	18
2008	1407	167	6.45%	88%	56%	17%	35%	19	14
2007	1722	89	14%	21%	58%	10%	21%	23	18
2006	1362	73	7.40%	13%	59%	9.34%	19%	22	17
2005	1160	65	7.24%	22%	58%	8.87%	19%	24	18
2004	1010	-	4.23%	15%	58%	7.82%	17%	22	17
2003	965	46	14%	-5.18%	57%	7.06%	-	16	12

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所整理

**表 5：澳优发展趋势指标表（亿元，%）**

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE（摊薄）	当年最高 PE	当年最低 PE
2020	188	10	19%	14%	50%	12%	19%	26	16
2019	162	8.78	25%	38%	52%	13%	22%	34	17
2018	122	6.35	37%	106%	49%	12%	20%	36	16
2017	49	3.08	43%	45%	43%	8.50%	18%	23	14
2016	34	2.13	30%	320%	41%	8.52%	14%	100	17
2015	23	0.51	6.99%	-44%	28%	0.15%	3.86%	91	17
2014	20	0.90	16%	-25%	29%	5.93%	8.14%	26	9.38
2013	11	1.21	25%	82%	28%	7.51%	11%	26	8.88
2012	12	0.66	115%	50%	24%	5.02%	6.73%	11	7.78
2011	10	0.44	22%	-26%	35%	8.00%	4.77%	24	7.60
2010	23	1.10	6.19%	-23%	55%	19%	10%	59	13
2009	59	1.82	54%	158%	49%	29%	17%	62	41

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

从海外来看，奶粉政策环境整体宽松。

1) 奶粉补贴方面，欧美日韩均以鼓励生育作为政策导向，欧美为低收入家庭提供了代金券和福利卡补贴，定向满足婴幼儿奶粉及食品需求；韩国则采用针对婴幼儿的整体补贴和优惠政策，并未明确规定具体用途。

2) 奶粉零售方面，英国有限制促销的政策，欧美日韩其他国家相对较少。

3) 奶粉价格方面，欧美日韩政策相对较少。

**表 6: 海外奶粉的补贴、价格、零售相关政策**

序号	国别	政策时间	政策要点
1	美国	1933	SNAP 计划：通过代金券或电子福利转账卡为低收入个人和家庭提供额外的食物资源。其中，符合条件的低收入家庭、生活贫困或接近贫困的母亲可用其支付食物，包括婴儿配方奶粉，以满足新生儿的部分或全部营养需求。
		1972	WIC 计划：向各州提供联邦拨款，用于为低收入孕妇、母乳喂养和非母乳喂养的产后妇女以及婴儿和儿童提供补充食品、医疗保健转介和营养教育。
2	英国	2006	Healthy Start Scheme：将为每名四岁以下儿童提供价值 2.80 英镑的每周代金券，供父母购买水果、蔬菜、牛奶和婴儿配方奶粉。一岁以下的儿童将获得两张代金券。
		2007	2007 infant formula and follow-on formula regulations：在英格兰地区规定限制推广婴儿奶粉的若干内容。例如，任何婴儿奶粉制造商或分销商不能直接或间接通过卫生保健系统或卫生工作者向公众、孕妇或母亲及其家庭成员促进婴儿配方奶粉的销售。该法规旨在鼓励家庭进行母乳喂养。
3	日本	2018	The Food Sanitation Act：日本根据《食品卫生法》引入了液体婴儿配方奶粉的新标准。因此，液体婴儿配方奶粉现在允许在日本制造和销售，而以前只允许婴儿配方奶粉。用于生产液体婴儿配方奶粉的进口乳清粉可能会进入特殊关税配额。
4	韩国	2004	韩国先后与智利、欧盟、美国、澳大利亚和新西兰，签订自由贸易协定，越来越多的奶粉产品可以无关税或低关税进口到韩国。这增加了进口奶粉的价格竞争力。
		2013	牛奶价格联动系统：是韩国政府制定的新的原料奶定价方案。在这一制度出台之前，韩国政府和奶农必须每两年或三年进行艰苦的谈判，以确定原奶的官方价格。尽管有批评这一制度不能反映市场的供求关系；牛奶生产过剩，标准物质库存增加，但价格仍然很高。农民没有任何理由为了高效产奶而创新，这削弱了当地原奶的价格竞争力。

资料来源：各国政府网站，公开资料，浙商证券研究所整理

**表 7: 海外生育补贴相关政策**

序号	国别	政策时间	政策要点
1	美国	2014	儿童保育补助计划：使用联邦和地方基金，帮助符合条件的家庭支付儿童保育费用。在 2019 财政年度，该项目直接向华盛顿特区的 5000 多名婴幼儿和 4000 多名 3 至 5 岁儿童的托儿所提供补贴。在实施期间，每个符合条件的人都可以参加这个计划，但是特区有时没有足够的托儿服务提供者来满足需要得到照顾的家庭的需要。
2	英国	2013	文件《Maternity benefits: detailed guide》中提到妇女可获得 2 项生育津贴：雇主提供的法定产假工资（SMP）、就业中心工作和养老金部（DWP）提供的生育津贴（MA）。这两种类型的付款都是为了帮助妇女在生宝宝之前和之后休假，但不可同时得到两者。孕妇获得的 SMP 的多少取决于收入。
3	日本	2018	召开“人生 100 年时代构想会议”，决定从 2019 年 10 月开始实施“幼儿园保育园免费制度”、2020 年 4 月开始以低收入者为对象实施大学学费免费。
4	韩国	2004	正式推出鼓励生育政策，为新婚夫妻提供住房、育儿、医疗、税收等方面的补贴和优惠。比如，一个韩国家庭如果生育二胎，将可以享受政府提供的免费健康保险以及孩子从幼儿园到初中的学费减免优惠等。
		2020	从 2022 年起，每月发放 30 万韩元婴儿津贴（约合人民币 1800 元）；鼓励夫妻共同育儿，当父母双方都为抚育未满 12 个月的子女申请 3 个月的育儿假时，每人每月将可获得最高 300 万韩元的育儿津贴；给孕妇的国民幸福卡提额，从 60 万韩元增加到 100 万韩元；补贴提供育儿假的中小型企业，为期 3 月每月 200 万韩元。如果企业提供的育儿假超过 1 年，则可以享受税收优惠。

资料来源：各国政府官网，公开资料，浙商证券研究所整理

表 8: 中国与日韩新生儿人均奶粉消费量（2015 年）

国家	中国	日韩
人均婴儿奶粉消费量（人/年/公斤）	31.15	23.31

资料来源：各国政府官网，公开资料，浙商证券研究所整理

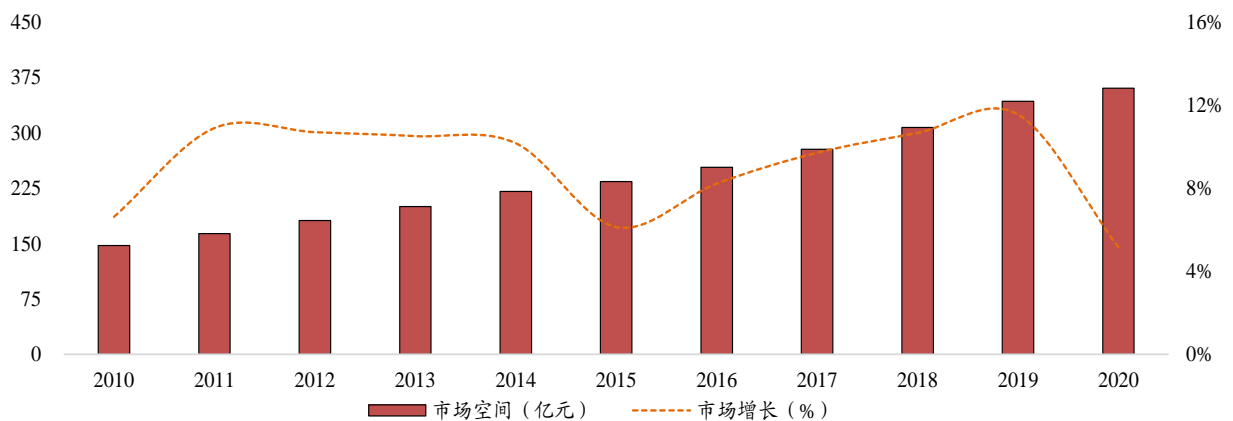
### 2.3. 低温鲜奶，最符合新鲜潮流

低温鲜奶板块，是最符合当前新鲜潮流的板块，也是容易出隐形冠军的板块：更新鲜、更好喝、更营养，是她的标签，成长迅猛。同时，低温鲜奶相对常温奶，具有独特的供应链壁垒，正在孕育新乳业、光明等隐形冠军，正在实现围棋式增长，未来增长中枢上升到 20%。

格局：未来增长中枢上升，集中度提升空间大。

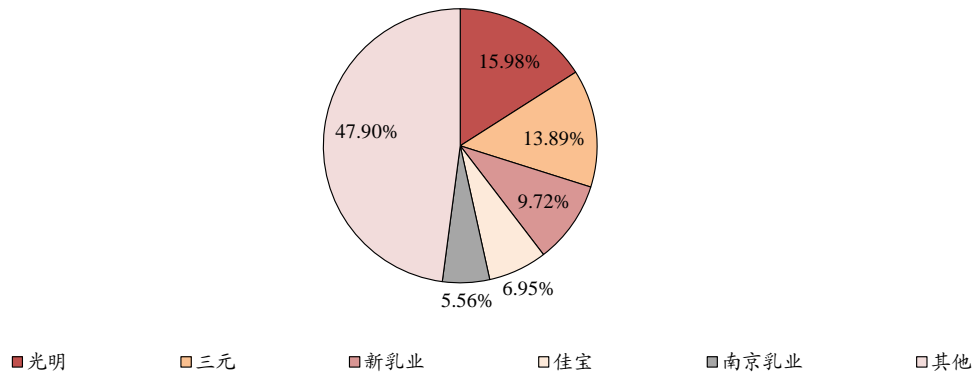
低温鲜奶市场空间 360.9 亿元，近 5 年 CAGR 为 9.0%。低温鲜奶行业三强“光明乳业/三元股份/新乳业”市占率为 16.0%/13.9%/9.7%，CR3 集中度为 39.6%，集中度提升空间可观，正在围棋式成长，未来增长中枢上升到 20%。

图 27: 低温鲜奶市场空间及近 10 年增速



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

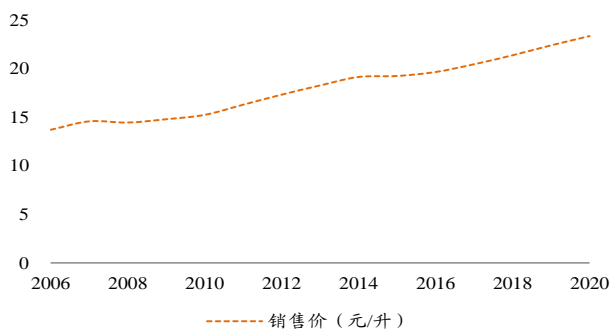
图 28: 2020 年低温鲜奶市场格局 (%)



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

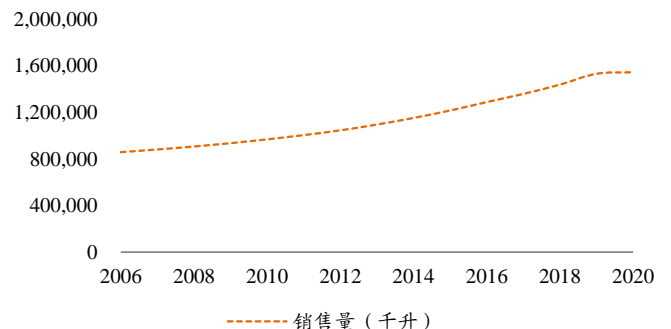
量价: 2020 年低温鲜奶销量 154.5 万吨, 近 5 年 CAGR 4.9%; 低温鲜奶价格 23.4 元/公斤, 近 5 年 CAGR 3.94%。

图 29: 低温鲜奶价格走势



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

图 30: 低温鲜奶销量走势



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

龙头: 光明/新乳业, 占据东/西部市场。

1) 新乳业: 公司是西部低温鲜奶龙头, 06 年成立, 19 年上市, 董事长席刚先生掌舵, “内生+外延”高速成长, 持续跑赢低温鲜奶行业增速。2019-2020 年, 是公司上市第一年, 估值区间为 28-114 倍。目前, 公司 21 年估值水平约 31 倍, 约处于上市以来估值区间的 3%分位。

2) 光明乳业: 公司是华东低温鲜奶龙头, 96 年成立, 02 年上市, 董事长濮韶华先生掌舵, 华东品牌力强大。在 2002-2008 年, 是稳健增长期, 估值区间为 12-111 倍, 在 2010-2020 年, 是业绩释放期, 估值区间为 16-98 倍。目前, 公司 21 年估值水平约 23 倍, 约处于 2010-2020 年估值区间的 9%分位。

表 9: 新乳业发展趋势指标表 (亿元, %)

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE (摊薄)	当年最高 PE	当年最低 PE
2020	150	2.71	19%	11%	24%	4.29%	10%	114	35
2019	107	2.44	14%	0.41%	33%	4.43%	12%	85	28
2018	-	2.43	12%	9.22%	34%	4.96%	17%	-	-

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE（摊薄）	当年最高 PE	当年最低 PE
2017	-	2.22	9.09%	48%	35%	4.88%	18%	-	-
2016	-	1.50	3.53%	-50%	32%	3.59%	16%	-	-
2015	-	3.02	11%	412%	32%	7.58%	25%	-	-
2014	-	0.59	9.13%	625%	31%	1.58%	14%	-	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

**表 10：光明乳业发展趋势指标表（亿元，%）**

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE（摊薄）	当年最高 PE	当年最低 PE
2020	199	6.08	12%	22%	26%	3.11%	10%	62	30
2019	155	4.98	7.52%	46%	31%	3.02%	8.72%	43	21
2018	102	3.42	-4.71%	-45%	33%	2.51%	6.40%	29	16
2017	186	6.17	7.25%	10%	33%	3.77%	12%	29	22
2016	161	5.63	4.30%	35%	39%	3.34%	11%	52	25
2015	196	4.18	-6.18%	-27%	36%	2.56%	9.22%	59	31
2014	215	5.68	25%	40%	35%	2.86%	13%	70	37
2013	272	4.06	18%	30%	35%	2.91%	9.49%	85	38
2012	120	3.11	17%	31%	35%	2.43%	7.76%	47	35
2011	94	2.38	23%	22%	33%	2.30%	10%	82	40
2010	108	1.94	21%	59%	34%	2.38%	8.34%	98	53
2009	99	1.22	7.94%	143%	38%	1.62%	5.81%	-	-
2008	44	-2.86	-10%	-234%	33%	-3.64%	-14%	92	15
2007	134	2.13	10%	33%	32%	2.45%	9.00%	111	47
2006	66	1.61	7.82%	-24%	32%	2.25%	7.00%	55	17
2005	46	2.11	1.74%	-34%	31%	2.95%	10%	22	12
2004	71	3.18	13%	13%	32%	4.95%	16%	33	21
2003	76	2.82	19%	25%	33%	4.72%	15%	56	24
2002	73	2.26	43%	39%	34%	4.73%	14%	55	45

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

注：PE 剔除负数。

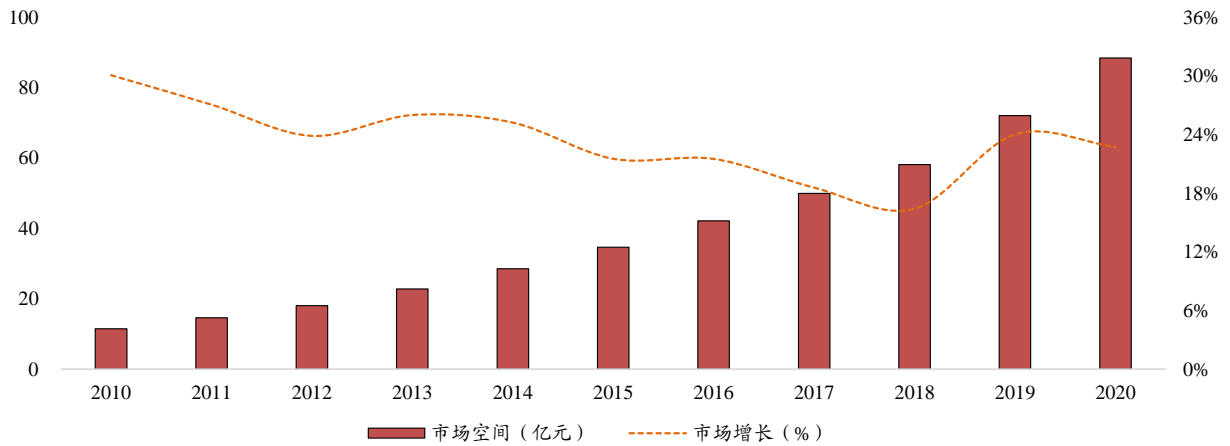
## 2.4. 奶酪，想象空间最大

**奶酪板块，是想象空间最大的板块：**符合从喝牛奶向吃牛奶升级的大势，也是乳制品更深层次融入居民生活的契机，对标日韩和欧美，增长空间最广阔。对标日韩人均年消费量 2.72/3.32kg，我国还有近 10 倍增长空间，重视妙可蓝多。

**格局：百吉福/妙可蓝多，奶酪两强。**

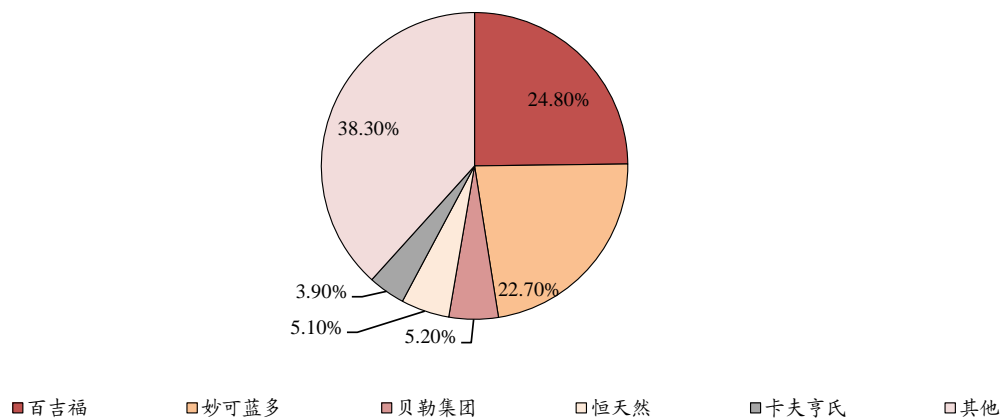
奶酪市场空间 88.4 亿元，近 5 年 CAGR 为 20.6%。奶酪行业两强“百吉福/妙可蓝多”市占率为 24.8%/22.7%，CR3 集中度为 52.7%，集中度仍有提升空间，更重要的，对标日韩及欧美，行业空间看不到尽头。

图 31: 奶酪市场空间及近 10 年增速



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图 32: 2020 年奶酪市场格局 (%)

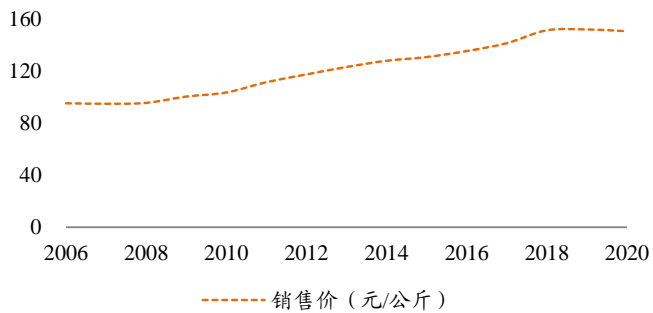


资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

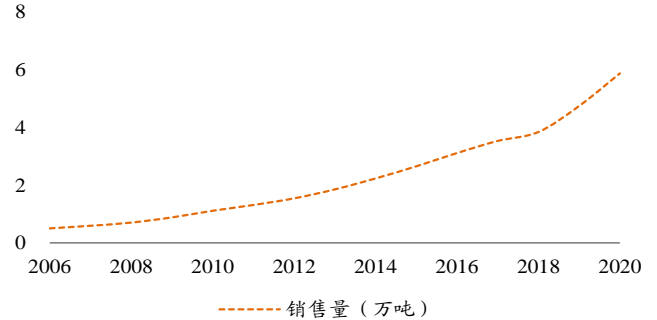
**量价：销量快速增长，处在高速增长期。**

2020 年奶酪销量 5.87 万吨，近 5 年 CAGR 17.2%；奶酪价格 150.65 元/公斤，近 5 年 CAGR 2.9%。



**图 33: 奶酪价格走势**


资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

**图 34: 奶酪销量走势**


资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

### 龙头：妙可蓝多，引领奶酪的国货崛起。

1) **妙可蓝多**：公司是国内奶酪龙头，01 年成立，16 年借壳上市，董事长柴琬女士掌舵，顺应奶酪崛起大势，正在高速增长，连续大幅跑赢奶酪行业增速，常温奶酪即将创新推出。目前，公司 21 年估值水平约 111 倍，处于高速成长期，正在通过业绩，快速消化估值。

2) **百吉福**：公司是国际奶酪龙头，隶属于法国 Savencia 集团（1956 年成立），在中国奶酪市场属于老牌外资龙头。

**表 11: 妙可蓝多发展趋势指标表（亿元，%）**

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE（摊薄）	当年最高 PE	当年最低 PE
2020	234	0.59	63%	208%	36%	2.60%	3.99%	568	217
2019	60	0.19	42%	81%	32%	1.10%	1.52%	1,768	118
2018	31	0.11	25%	149%	27%	0.87%	0.87%	1,242	414
2017	37	0.04	92%	-87%	23%	0.44%	0.36%	140	60
2016	43	0.32	42%	112%	27%	6.17%	2.78%	-	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

注：PE 剔除负数。

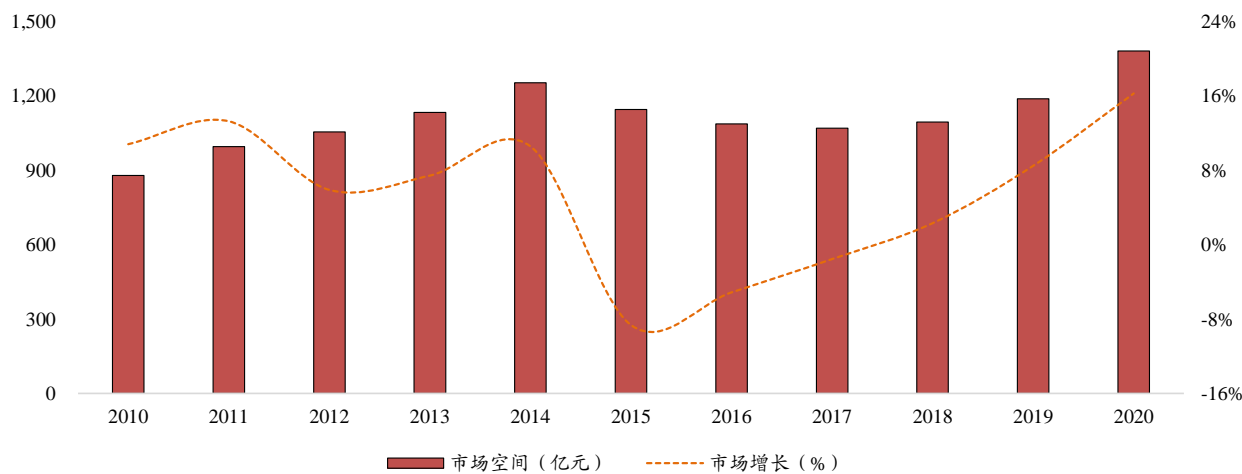
## 2.5. 原奶，乳业基石

**原奶板块，是乳业成长的基础**：集中度提升空间巨大，本质上仍属于成长股，销量端成长性显著，价格端的周期性正在减弱。当前，CR3 集中度仅 12.0%，相对下游乳品来讲，集中度提升空间巨大。同时，原奶上涨预期持续到明年、之后高位运行，优然牧业、现代牧业正处在量价齐升阶段。

### 格局：1400 亿市场，CR3 仅 12%。

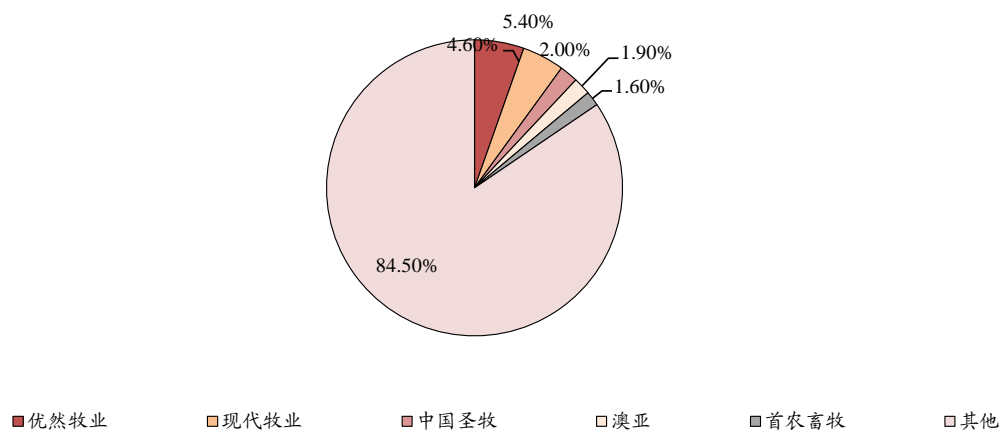
原奶市场空间 1382.9 亿元，近 5 年 CAGR 为 3.8%。原奶行业两强“优然牧业/现代牧业”市占率为 5.4%/4.6%，CR3 集中度为 12.0%，集中度提升空间最大。

图 35: 原奶市场空间及近 10 年增速



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

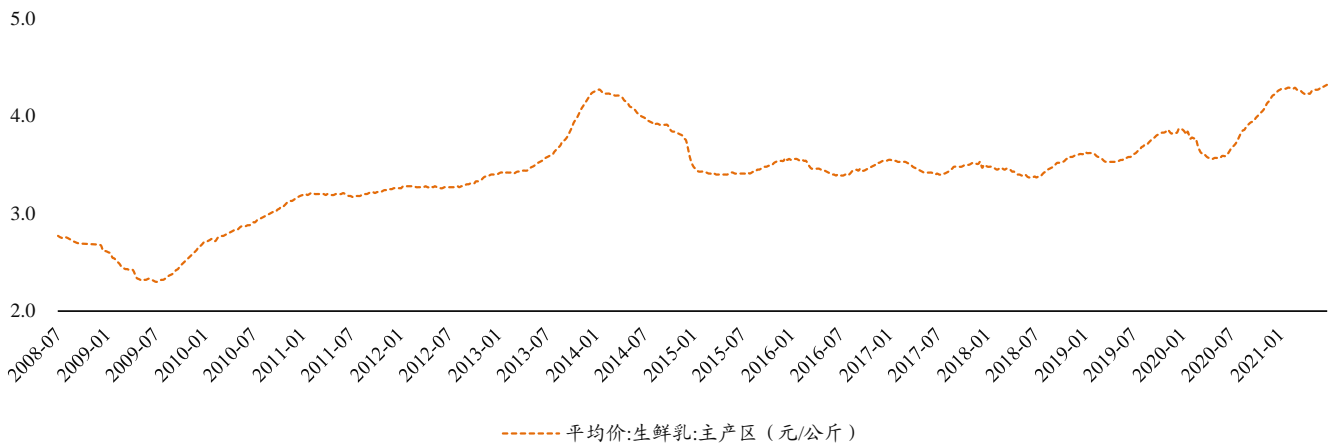
图 36: 2020 年原奶市场格局 (%)



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

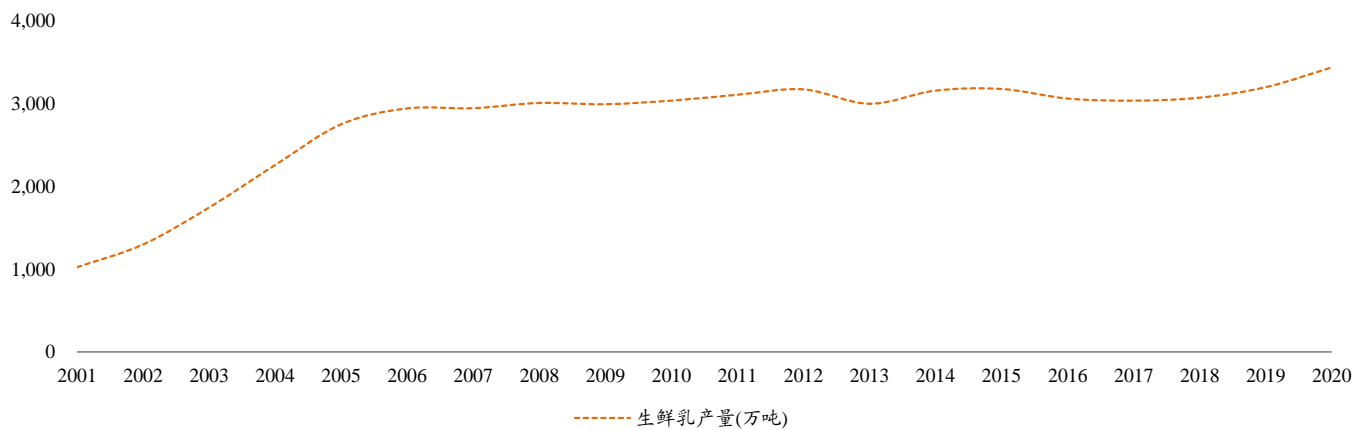
**量价：**2020 年原奶产量 3440.1 万吨，近 5 年 CAGR 1.6%；原奶价格 4.0 元/公斤，近 5 年 CAGR 2.2%。截至 2018 年，全国奶牛存栏 1038 万头，单产超 7 吨/年。

图 37: 生鲜乳价格走势



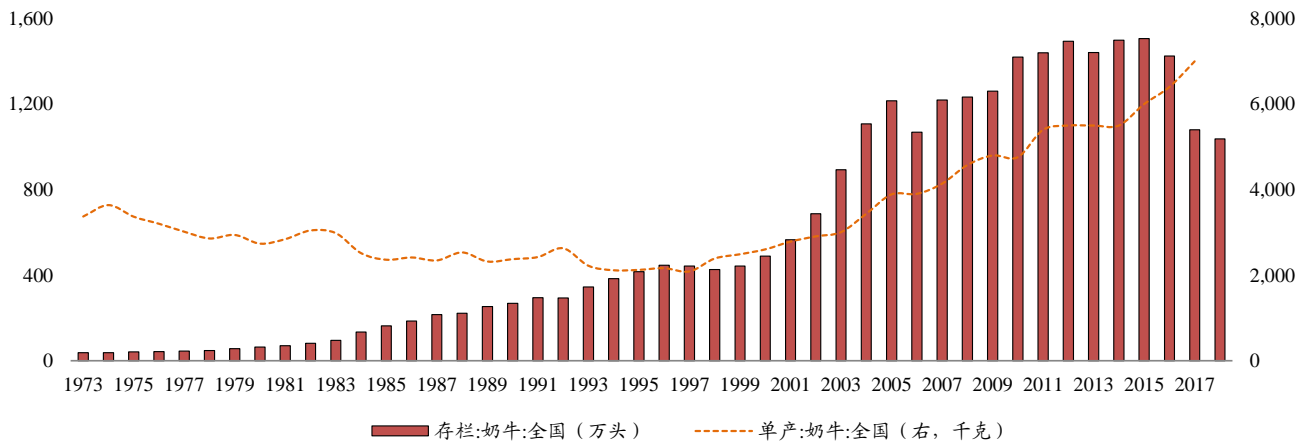
资料来源: 农业部, Wind, 浙商证券研究所整理

图 38: 生鲜乳产量走势



资料来源: 国家统计局, Wind, 浙商证券研究所整理

图 39：中国奶牛存栏量及单产趋势



资料来源：中国奶业年鉴，中国奶业统计资料，Wind，浙商证券研究所整理

**龙头：原奶上涨周期，优然/现代量价齐升。**

1) 优然牧业：公司是中国原奶行业龙头，07 年成立，21 年上市，董事长为张玉军先生、总裁为张小东先生，正处在量价齐升阶段，连续大幅跑赢原奶行业增速。自 6 月 18 日上市以来，估值区间为 10-15 倍。

2) 现代牧业：公司是中国原奶行业龙头，05 年成立，10 年上市，董事长为卢敏放先生、执行总裁为孙玉刚先生，积极扩群支撑成长。在 2013-2020 年，是一轮原奶价格周期，估值区间为 8-42 倍。

表 12：优然牧业发展趋势指标表（亿元，%）

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE（摊薄）	当年最高 PE	当年最低 PE
2020	-	13	54%	67%	31%	13%	17%	-	-
2019	-	8.02	21%	23%	25%	10%	15%	-	-
2018	-	6.53	24%	135%	24%	10%	14%	-	-
2017	-	2.78	-	-	26%	5.45%	7.06%	-	-

资料来源：Wind，Choice，浙商证券研究所整理

表 13：现代牧业发展趋势指标表（亿元，%）

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE（摊薄）	当年最高 PE	当年最低 PE
2020	101	7.70	9.18%	126%	41%	13%	10%	25	11
2019	66	3.41	11%	169%	38%	6.34%	4.82%	-	-
2018	42	-4.96	3.62%	49%	31%	-10%	-7.70%	-	-
2017	77	-10	-1.61%	-31%	31%	-21%	-14%	-	-
2016	91	-7.42	0.75%	-331%	31%	-16%	-11%	24	7.65
2015	89	3.21	-3.99%	-56%	32%	7.12%	4.13%	17	9.41
2014	84	7.35	53%	53%	37%	15%	11%	41	11
2013	159	4.81	96%	21%	29%	15%	5.64%	42	19
2012	83	3.98	51%	77%	-	24%	7.87%	37	18
2011	64	2.25	89%	323%	-	22%	4.81%	225	27

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE（摊薄）	当年最高 PE	当年最低 PE
2010	106	0.53	76.57%	755%	-	18%	3.70%	209	189

资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所整理

注：PE 剔除负数。

### 3. 中短期催化：乳业怎么会缺催化？

乳业产业链的主要催化因素，往往包括：

- 1) 原奶价格上涨：首先是原奶行业利润释放的黄金时间，对于乳品，则促进集中度提升，同时利于减弱行业非理性竞价、提升利润率水平。
- 2) 乳品提价：是乳品行业在集中度提升之后，利润释放的节点。
- 3) 销量快速增长：疫后健康饮奶需求快速提升，动销旺盛，奶酪、奶茶、咖啡、乳饮料等对鲜奶的需求也大幅上升。
- 4) 产品结构升级：高端化，利润率提升和利润释放。
- 5) 原奶产能逐步建成：逐步解决缺奶瓶颈，支撑销量快速增长。

**表 14：伊利与蒙牛的历次提价盘点（近 10 年）**

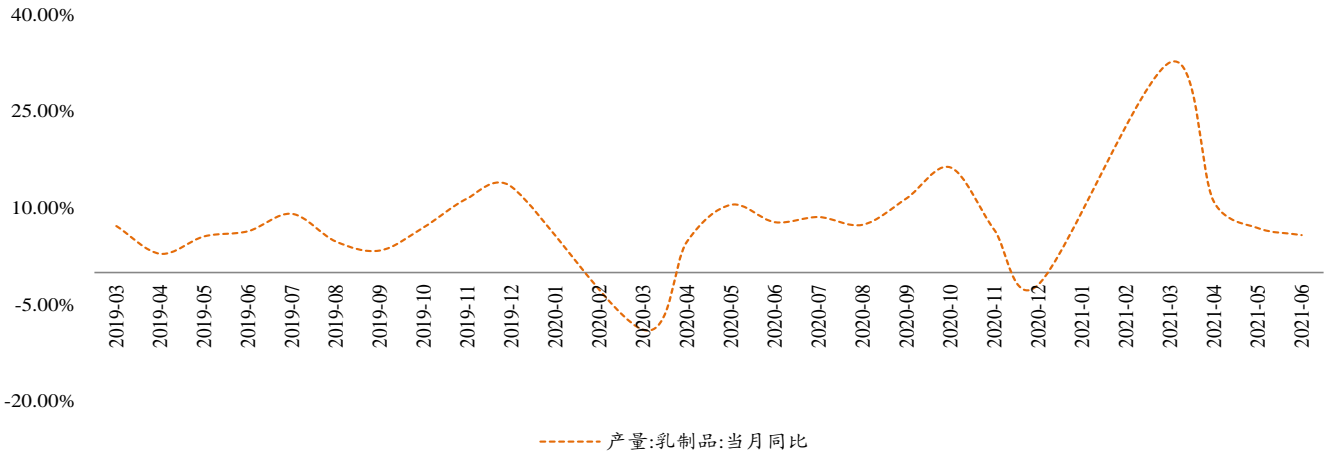
时间	伊利	蒙牛
2020 年	12 月 29 日对基础白奶产品进行提价， 提价幅度 3%-5%	12 月底对白奶产品进行提价， 提价幅度 4%-5%
2017 年	年底对部分液态奶产品进行提价， 方式包括出厂价格的直接提升、经销商货抵减少、终端价格提升等，平均提价幅度 5% 以内	
2013 年	8 月上调高端产品售价， 其中金典纯牛奶每箱价格上提 4 元至 62 元/箱	1 月、9 月基础常温白奶分别提价 10% 以上、8%-10%，5 月高端常温白奶提价 5%
2012 年	1 月对北京地区部分液态奶产品进行小幅提价	1 月对北京地区部分低温奶产品进行小幅提价

资料来源：中国日报网、中国经济网、央视网等公开资料，浙商证券研究所整理

从中短期催化来看：乳业怎么会缺催化？

- 1) 今年 Q3，有望动销催化：乳品企业同期基数回归正常，疫后动销旺盛、原奶紧缺，有望迎来乳业动销旺盛催化。
- 2) 今年 Q4，有望提价催化：原奶价上涨预期环比边际延长，叠加原奶紧缺，乳品提价催化的概率正在上升。
- 3) 今明两年，有望利润率催化：两强乃至乳业竞争格局改善、高端化结构升级，有望迎来龙头利润率水平升级催化。
- 4) 明年后，继续业绩催化：原奶产能有望逐步打破瓶颈，直接带来乳业销量加速增长，叠加乳业竞争格局改善、高端化结构升级，催化乳品业绩。

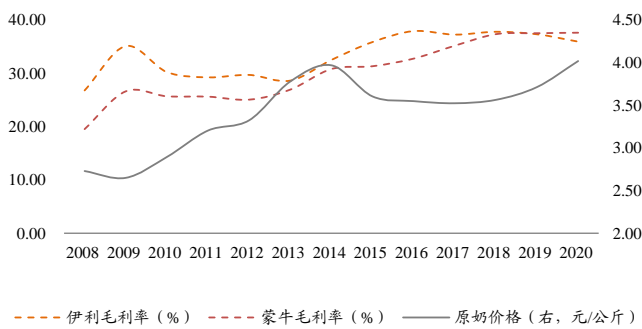
图 40: 疫情前后乳制品产量同比增速 (2019-2021, %)



资料来源: 国家统计局, Wind, 浙商证券研究所整理

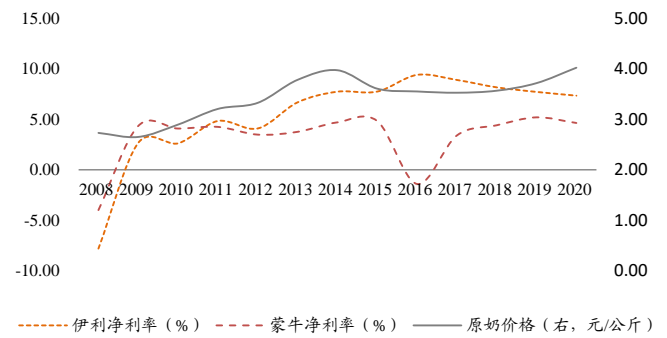
注: 2019/2020/2021 的 1 月和 2 月数据在统计局未披露, 因此我们对该处曲线采用了连贯处理。

图 41: 原奶价格对比伊利/蒙牛毛利率 (2008 至今)



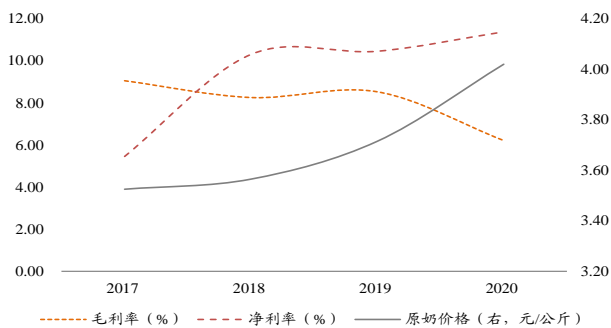
资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 42: 原奶价格对比伊利/蒙牛净利率 (2008 至今)



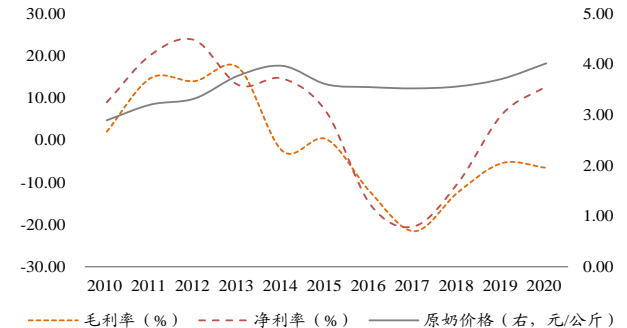
资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 43: 原奶价格对比优然牧业毛利率和净利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 44: 原奶价格对比现代牧业毛利率和净利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理



## 4. 对标国际乳业巨头：中国乳业，走向专业？走向综合？

国际乳业巨头的发展路径，是国内乳业龙头发展方向的重要参考。总体来讲，国际乳业巨头们大的发展方向，主要分为两类，第一类是乳业专业型方向，第二类是立足乳业的综合型方向。

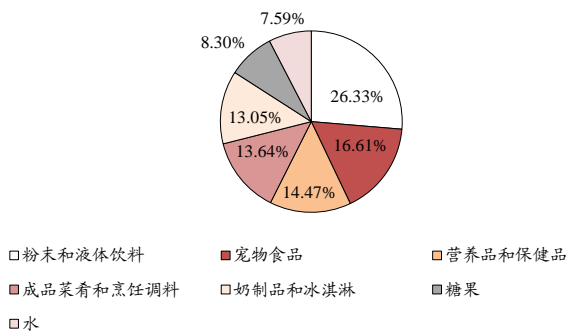
1) 第一类，乳业专业型方向，例如达能 Danone、兰特黎斯 Lactalis、恒天然 Fonterra。达能 Danone 的 2020 年收入达到 270 亿美元，业绩 22 亿美元，市值 427 亿美元；兰特黎斯 Lactalis 的 2019 年收入达到 223.6 亿美元；恒天然 Fonterra 的 2020 年收入达到 129.0 亿美元，业绩 4.4 亿美元，市值 40.9 亿美元。

2) 第二类，立足乳业的综合型方向，例如雀巢 Nestle。雀巢 Nestle 的 2020 年收入达到 903 亿美元，业绩 130 亿美元，市值 3317 亿美元。

我们应该看到，当前，国际乳业巨头市场格局已经相对稳固，国内乳业及消费行业空间大、机会大，但竞争同样激烈。而信息化杠杆，正在把“渠道力和营销力”加速赋能到更多企业，此时，我们认为，聚焦型产品力越来越成为核心竞争力。

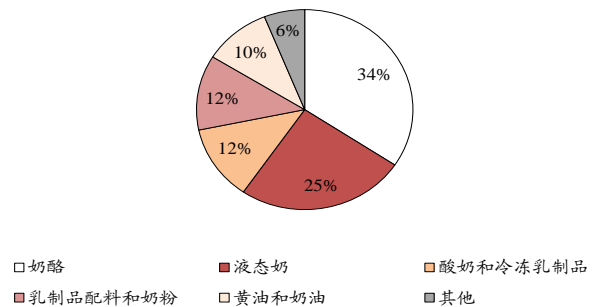
我们认为，走向专业，乳业专业型方向，是中国乳业未来的第一方向，中国的达能 Danone、兰特黎斯 Lactalis 诞生可期；走向综合，立足乳业的综合型方向，是中国乳业未来的第二方向。

图 45: 雀巢 (Nestle) 收入结构 (2020, %)



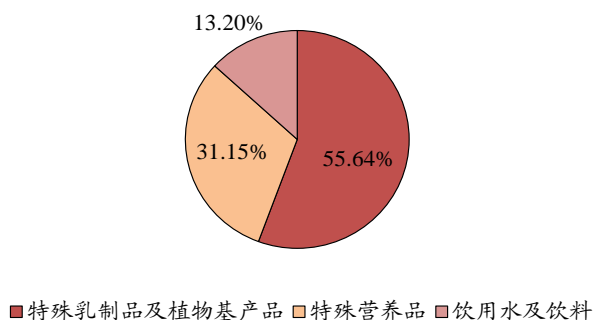
资料来源：公司 20 年年报，浙商证券研究所整理

图 46: 兰特黎斯 (Lactalis) 收入结构 (2020, %)



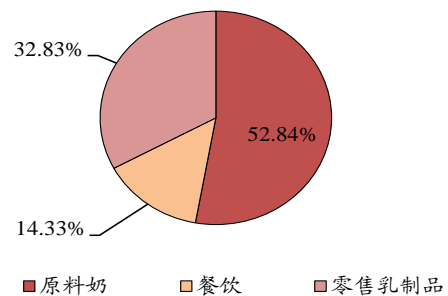
资料来源：兰特黎斯官网，浙商证券研究所整理

图 47: 达能 (Danone) 收入结构 (2020, %)



资料来源：公司 20 年年报，浙商证券研究所整理

图 48: 恒天然 (Fonterra) 毛利结构 (2020, %)



资料来源：公司 20 年年报，浙商证券研究所整理

注 1: 恒天然集团由于毛利结构比收入结构更详细，故使用毛利结构作为参考。

注 2: 本图“恒天然毛利的财年”为 2019 年 8 月 1 日至 2020 年 7 月 31 日。

**表 15: 雀巢发展趋势指标表（亿美元，%）**

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE	当年最高 PE	当年最低 PE
2020	3317	130	-3.38%	2.79%	49%	14%	25%	26	19
2019	3123	127	-0.37%	22%	50%	14%	23%	34	24
2018	2415	104	2.68%	43%	50%	11%	17%	37	32
2017	2632	73	0.20%	-16%	49%	8%	11%	36	26
2016	2225	87	-1.55%	-8.09%	51%	10%	13%	28	23
2015	2300	94	-7.82%	-40%	50%	10%	14%	17	14
2014	2326	158	0.76%	46%	48%	16%	22%	23	20
2013	2344	108	3.92%	-0.94%	48%	11%	16%	22	18
2012	2078	109	1.17%	1.59%	47%	11%	17%	21	18
2011	1825	107	12%	-67%	47%	11%	16%	21	17
2010	1909	329	-8.86%	242%	49%	39%	62%	22	19
2009	1684	96	-2.70%	-42%	57%	10%	21%	26	18
2008	1407	167	6.45%	88%	56%	17%	35%	19	14
2007	1722	89	14%	21%	58%	10%	21%	23	18
2006	1362	73	7.40%	13%	59%	9.34%	19%	22	17
2005	1160	65	7.24%	22%	58%	8.87%	19%	24	18
2004	1010	-	4.23%	15%	58%	7.82%	17%	22	17
2003	965	46	14%	-5.18%	57%	7.06%	-	16	12

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所整理

**表 16: 达能发展趋势指标表（亿美元，%）**

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE（摊薄）	当年最高 PE	当年最低 PE
2020	427	22	-4.74%	-12%	48%	10%	12%	25	16
2019	538	22	-2.77%	12%	49%	9.40%	11%	25	17
2018	456	28	3.87%	-23%	48%	13%	15%	18	15
2017	532	28	15%	30%	49%	10%	18%	26	18
2016	392	19	-2.37%	32%	51%	8.41%	13%	34	21
2015	416	14	-11%	-14%	50%	7.82%	11%	36	28
2014	395	15	-0.71%	1.09%	48%	6.73%	10%	29	20
2013	423	19	5.42%	-20%	48%	8.63%	12%	22	18

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所整理

**表 17: 恒天然发展趋势指标表（亿美元，%）**

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE（摊薄）	PE
2020	41	4.36	0.03%	276%	15%	3.38%	-9.37%	9.36
2019	40	-3.76	-11%	21%	15%	-2.92%	-3.31%	-11
2018	56	-1.57	5.62%	-77%	15%	-1.08%	10%	-36
2017	73	5.24	19%	-16%	17%	3.82%	12%	14
2016	66	5.45	-19%	50%	21%	4.71%	7.19%	12

年度	总市值	业绩	收入增速	利润增速	毛利率	净利率	ROE（摊薄）	PE
2015	49	3.54	-23%	87%	17%	2.47%	2.38%	14
2014	84	1.32	22%	-55%	11%	0.70%	11%	64
2013	93	5.90	-3.28%	-4.08%	16%	3.85%	9.28%	16
2012	-	4.88	3.53%	-7.17%	15%	3.08%	12%	-

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所整理

注：Bloomberg 恒天然的财务指标以每年9月30日为年度节点。

## 5. 投资建议

乳业产业链，正处在黄金时代！向上，正迎来消费升级，向下，正在更深层次融入居民生活，未来前景广阔，值得期待。而当前时点，我们认为，“乳品成长股”正处在“超跌黄金坑”，推荐中国飞鹤、伊利股份、新乳业、妙可蓝多，建议重点关注蒙牛乳业、澳优、光明乳业、品渥食品、李子园、优然牧业、现代牧业、中国圣牧。

表 18：乳业重点公司盈利预测及估值（截至 2021 年 8 月 17 日）

板块	序号	公司名称	PE 估值			市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			增速(%)		
			2020A	2021E	2022E		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
乳品	1	中国飞鹤	14	15	12	1,061	74.4	73.1	90.9	89%	-2%	24%
	2	伊利股份	29	24	21	2,068	70.8	85.5	99.3	2%	21%	16%
	3	新乳业	44	31	25	119	2.7	3.8	4.8	11%	41%	25%
	4	妙可蓝多	514	111	54	305	0.6	2.8	5.7	208%	364%	107%
	5	蒙牛乳业	40	27	22	1,412	35.3	51.7	63.6	-14%	47%	23%
	6	澳优	11	9	7	107	10.0	12.2	15.1	14%	21%	24%
	7	光明乳业	27	23	19	162	6.1	7.0	8.3	22%	15%	19%
	8	品渥食品	27	23	18	37	1.4	1.6	2.0	37%	19%	25%
	9	李子园	49	37	28	105	2.1	2.9	3.7	18%	34%	29%
牧业	10	优然牧业	11	7	5	154	13.4	23.0	32.0	67%	72%	39%
	11	现代牧业	10	8	6	78	7.7	9.3	12.5	126%	21%	34%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

注：\*为 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

食品安全风险，政策调整风险，市场波动风险

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>